全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯操盘手25年火线投资秘诀

华尔街赌局

传奇交易家的实战投机术

[美] 维克多·尼德霍夫 劳雷尔·肯纳 著

PRACTICAL SPECULATION



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使市场状况无比恶劣，你仍然可能攀登到成功的顶峰。

维克多·尼德霍夫是股票、债券、外汇和期货市场万中选一的投机客，被评为美国最优秀的商品交易人，也是索罗斯的顾问和操盘手，以及其他许多投资理财高手的导师。

在尼德霍夫的世界中，生命就是一场投机活动，我们全是投机客，除非赔钱的时候——这时我们叫做赌徒。你我都在自己的事业生涯、人际关系、游戏和投资中冒险投机。

从尼德霍夫的投资生涯来看，他是华尔街最出色者之一——也是投资失败最惨的人之一。在东山再起之后，他和我们分享了毕生投机、竞争和胜利的不凡见识。

这是一个从华尔街出来的叛逆者。他不按常理出牌。这本书是无所畏惧的，有时候会让人震惊，但更多时候是有数据支持的。书中的分析很透彻，字里行间洋溢着大胆的类比和睿智的洞察力。我向所有追求乐趣和收益的人推荐这本书。

——理查·茨考塞，哈佛大学政治经济学教授

上架建议◎投资




ISBN 978-7-5086-1044-3
9 787508 610443 >
www.publish.citic.com
定价：46.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PRACTICAL SPECULATION

华尔街赌局

传奇交易家的实战投机术

[美] 维克多·尼德霍夫 劳雷尔·肯纳 著
陈剑萍 曹 婷 译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

华尔街赌局：传奇交易家的实战投机术/(美）尼德霍夫，（美）肯纳著；陈剑萍，曹婷译.
—北京：中信出版社，2008.1
书名原文：Practical Speculation
ISBN 978-7-5086-1044-3

Ⅰ.华… Ⅱ.①尼…②肯…③陈…④曹… Ⅲ.投资-经验-美国 Ⅳ.F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 182323 号

Practical Speculation
Copyright © 2003 by Victor Niederhoffer and Laurel Kenner
Simplified Chinese translation copyright © 2007 by CHINA CITIC PRESS
Authorized translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Inc.
ALL RIGHTS RESERVED.

华尔街赌局——传奇交易家的实战投机术
HUA'ERJIE DUJU——CHUANQI JIAOYIJIA DE SHIZHAN TOUJISHU

著　　者：[美] 维克多·尼德霍夫　劳雷尔·肯纳
译　　者：陈剑萍　曹　婷
策 划 者：中信出版社策划中心
出 版 者：中信出版社（北京市朝阳区东外大街亮马河南路 14 号塔园外交办公大楼　邮编 100600）
经 销 者：中信联合发行有限责任公司
承 印 者：北京通州皇家印刷厂
开　　本：787mm×1092mm　1/16　　印　　张：19.75　　字　　数：358 千字
版　　次：2008 年 1 月第 1 版　　印　　次：2008 年 3 月第 2 次印刷
京权图字：01-2004-0767
书　　号：ISBN 978-7-5086-1044-3/F·1256
定　　价：46.00 元

版权所有·侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。　服务热线：010-85322521
010-85322522
http://www.publish.citic.com
E-mail:sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一段战时的演讲出现在我的脑海中："在田野里，在街道上，在山林中，我们都要与他们斗争，决不投降！"这不仅仅对一个民族而言，对整个人类都是至理名言。

——《天外魔花》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望的掠夺者

嘿！你们这些笨蛋！你们正处在危险之中！你们看不见吗？危险就在你们身后！也在我们所有人的身后！我们的妻子……我们的孩子……他们已经在这里了！而你将成为下一个！

——迈尔斯·本纳尔博士，《天外魔花》（1956年电影版）的主人公

噩梦总是一样的。我躺在床上，盯着大屏幕上闪过的标题：

收入前景悲观，股票行情下跌

受经济发展不稳定的影响，股票市场下跌行情已持续五周

随着证券市场行情的持续下跌，货币市场收益率跌至1%

股票已经连续450个交易日未达到2000年的最高价

有研究表明，60%的股票均低于52周最高价

随着1月份指标股的价格下跌，股市行情在本年度将直线下滑

"奥马哈的先知"巴菲特说，投资者的预期"不理性"

由于担心美联储会议的影响，市场行情大跌

股息率比1996年格林斯潘发表《非理性繁荣》讲话时低25%

我在梦里买入了IBM或者priceline.com的股票，最坏的情况是买入了泰京银行的股票。泰京银行是泰国的一家国有银行，1997年我持有这家银行的股票，股价从每股200美元跌至每股只有几美分。其余的梦也都是这样的。我持有股票的价格狂跌不止，我接到了无数个要求我补充保证金的通知。相关股票的股价也直线下滑。达美套头交易者为了平衡头寸，进行了更多的空头交易。我卖空的无担保的期权价格越来越高。成千上万的投资者盲目地追随以上标题提供的信息。这些投资者情绪低落，他们不管股票价位如何，纷纷抛售变现，然后把钱投入税后利润只有1%的货币市场基金中。

"快停手，你们这些笨蛋！"我喊道，"并没有什么危险！你们看不出来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗？这些标题传达的信息其实是在误导你们！如果你们不能在投资中实现收支平衡的话，你们会失去一切——你们的健康，你们的家庭！”

1954 年杰克·芬尼出版了名为《天外魔花》的科幻小说，他在书中所描绘的情形和我在上面提到的股市状态很相像。该书的内容大致是这样的：外星人秘密侵入加利福尼亚一个叫做圣米拉的小镇，当然这个小镇的名字是虚构的。在当地居民毫无察觉的情况下，外星人进入了他们的身体。早晨醒来后，受害人看起来和以前没什么两样，但是他们再也不具备普通人类的感情，比如快乐、恐惧、雄心、悲伤、兴奋和希望。

书中的主人公名叫迈尔斯·本纳尔，他在外星人入侵的时候正好外出。回来以后，他起初对镇上居民的怪异行为没有在意，但很快就意识到发生了可怕的事情。他和他勇敢的恋人贝基·德里斯科尔一起，运用法医学和基本的侦探技术查出这些外星人是寄生的心皮[①]，能在温室中自我复制，从而侵入更多的人体里面。他们要想生存，就必须寄生在别的生物体里，他们不能交配，也不会有后代，而且他们的生命只有短短 5 年的时间。

迈尔斯和贝基克服了重重困难，从小镇逃出来，之后放火烧了外星人的先锋部队。剩余的外星人由此认为地球是一个不友好的地方，于是又返回太空去寻找其他的寄生体。

这本书表现的主题常常被认为是给那些盲目服从权威的人敲警钟，书里对受害人行为的描述也正是一般的投资者茫然的、听天由命的行为的最佳写照，这些投资者被屏幕上的标题信息一再误导。

最严重的问题是，这些标题先是让人变得歇斯底里，接着就瘫软无力。这些错误的信息让投资者变得缺乏判断力，轻率地相信 20 世纪 100 年的时间里投资于美国和欧洲的股票的复利收益率可达 1 500 000%。但实际上，平均起来看，20 世纪证券市场的状况和现在一样暗淡。科技的进步、企业的发展让我们的生活质量越来越高，人们越来越富裕。21 世纪应该是我们为下一代（本书读者的孩子）做一下打算的时候了。

让我们再来看一看前三个标题：

收入前景悲观，股票价格下跌

受经济发展不稳定的影响，股票市场下跌行情已持续五周

随着证券市场行情的持续下跌，货币市场收益率跌至 1%

这些标题都犯了一个共同的错误：它们把看涨的市场行情说成是下跌

① 心皮，是植物的雌性器官，由子房、花柱、柱头三部分组成。心皮里的胚珠受粉后会发育成种子。一般我们所称的雌蕊是由数个心皮合生而成的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。这一点我们在本书的后面再做详细的解释：

股票已经连续450个交易日未达到2000年来的最高价

有研究表明，60%的股票均低于52周最高价

随着1月份指标股的价格下跌，股市行情在本年度将直线下滑

这三个标题里描绘的现象在任何时候都是正确的，因为证券市场受到太多随机因素的影响，例如股票的收益率。这些标题所传达的信息对投资者来说毫无意义。

"奥马哈的先知"巴菲特说，投资者的预期"不理性"

由于担心美联储会议的影响，市场行情下滑

股息率比1996年格林斯潘发表《非理性繁荣》讲话时低25%

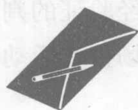
这些标题暴露了市场中那些谬误的想法，而这些谬误的想法，谁相信谁就会成为受害者。

以上那些给人们带来恐慌的标题信息常常都没有合理的事实作为基础，依据的都是很荒唐的说法和宣传的技巧，而不是令人信服的科学陈述。就像在科学技术落后的时代，主教利用虚构的神话来维持整个社会的秩序，并从社会大众那里得到好处一样，今天的证券业从业人员也擅长使用一些简单的谎言来榨取轻信的投资者。所以说，佣金、价差、研发支出、通信费用、高额的办公室租金、销售费用、营销费用以及华尔街内部的交易商和高管们的奖金都是由投资大众负担的。



以上列举的标题绝不是我们精挑细选出来支持我们结论的孤立现象。它们是投资者每天在各种媒体上都会看到的荒诞、错误的信息和宣传中的典型例子。如果投资者对这些错误信息不做认真分析而草率地接受，不管市场行情是令人兴奋的牛市还是可怕的熊市，都会被引向灾难。

尽管宣传在市场和我们生活的其他方面无处不在，但是有一个很简单的方法可以保护我们免受其摆布：运用科学。如果有关市场的理论结构是可以验证的，那么我们可以通过计算来证实。科学的方法是通用的，它不仅可以排除有关诸如"非理性"和"极度不理性"等字眼的干扰，还可以将市场理论应用于现实世界。这些可以验证的理论对投资者的一个好处就是能为他们带来切实的利益（这也是你正在阅读这本书的原因）。



不要误解我们，这不是说对牛市的宣传保持怀疑态度有什么不对。我们非常反对在市场行情大幅上涨之后，还勉为其难、一成不变地向投资者宣传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市会继续。很多公司不把当期的收入在财务报表中反映，而是在其他更适宜的时间纳入财务报表，目的是诱使投资者购买它们的股票，也好让公司的高管趁机兑换期权。我们对经纪公司的分析师面临的利益冲突持尖锐的批评态度，这种利益冲突可以让他们从来不建议投资者卖出某些公司的股票，因为这些公司是分析师所在公司的投资银行部门的客户。我们痛恨像在安然的杰弗里・斯基林这样的经理人指责对其公司资产负债表的真实性提出质疑的分析师时所表现出的傲慢，我们也不支持其他经理人把打高尔夫球作为管理层的必要的额外津贴的极端利己行为。

这就是说，如果你认为无论怎么做都不稳妥的话，那就乐观一些。毕竟，美国股市在2000～2002年为期3年的行情下跌之前，另一次相同的下跌是早在1939～1941年间出现的。在其他国家的情形也大致如此。20世纪150万个百分点的回报率在世界范围内普通的证券市场上是很难超越的，即便你能把握到很好的市场时机。



今天，错误的、未经验证的推测主导着市场。自从有效市场理论出现后，金融界近40年来虽然已经有了很大的进步，但是基本上仍然处在黑暗时代。公众被记者连珠炮似的评论所包围，而这些评论除了迷信的看法、一般性描述、事后观察结果，以及与那些拼了命也不过业绩平平的基金经理的谈话之外，什么实质内容都没有。

大部分评论都声称找到了市场行情每天的变化与公司收入状况之间的关系，把某些股票在某天“上涨”的原因归于对上市公司收入的乐观预测，而将某些股票在某天“下跌”的原因归于对上市公司收入的悲观预测。但是市场景观是如此壮阔而又变化多端，在任何一天，总有些公司不可避免地会对外公布其经营状况较之一个任意选定的标准是改善了还是恶化了。如果投资者相信这样的评论，面临市场行情反复无常的变化，他们就会成为受害者。投资者在检讨过去的时候，总想找证据来证明一些事情，可是这样做，对于预测未来的市场行情没有丝毫的价值。更糟糕的是，如果不使用科学的方法，投资者还会丧失辨别信息有效性的能力，以及为将来做出全面而又理性的决策建立良好基础的能力。从来没有哪个评论员提出假设来确定公司的收入和其股票的市场表现之间是否存在量化的关系，如果它们之间有关系的话。投资者被这些评论所误导，接受其中有关市场的模糊的、未经验证的判断，而从来没想到要将对生活其他方面所持的怀疑精神应用到市场投资活动中来。

投资者相信各种各样的评论中提出的观点和结论，却看不到市场行情的变动与这些观点和结论之间存在任何联系。当行情下跌时，投资者很快就变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得清醒，并且不再对市场着迷，而当行情上涨时，投资者就变得极度活跃和疯狂。无论哪种情况，投资者都会频繁地买入卖出，由此也就承担了市场中原本不应该由他们负担的费用和成本。这样的结果当然是造成投资者的不满，但具有讽刺意味的是，投资者还打算看市场专家下一轮的评论，每个人都随时准备根据专家的评论，将资金从市场中撤出投入到实际收益率为负的货币市场基金中去，而这个时候，恰恰是证券市场行情高涨的时候。最终，市场是最大的赢家，投资者则两手空空，一无所有。

更糟糕的是，这些市场中的受害者变得和圣米拉小镇中的寄生人一样，变得愤世嫉俗，对所有的新思想都不再相信，他们不再相信高科技，不再相信经济增长，在许多公司的欺骗行为被曝光之后，他们对企业制度本身也起了怀疑。本纳尔博士下面的一段话很好地描述了投资者的变化：

我亲眼目睹了人们逐渐变得自私自利的过程。好在这种转变是缓慢的，看起来没有人在意这种变化……我们所有的人多多少少都加重了心理负担，变得冷漠无情。

但是生活就像市场一样，总是把最丰厚的回报给予那些愿意冒险的人。冒险会让我们的生活充满不确定性，会让人情绪焦虑，偶尔还会给我们带来损失，但与此同时，也能让我们获得充分的发展。作为生活中的投机客，每个人潜意识里都想通过冒险来不断超越自己。

如果你了解我的经历，那么读到这里，你可能会问："维克多·尼德霍夫怎么又在写一本有关投资和投机的书？他经营的对冲基金在1997年不是已经破产了吗？"

在1997年以前，我的业绩记录是最好的。统计、记录对冲基金业绩表现的巴克莱公司在1996年将我排在对冲基金业绩最佳的十大基金经理之列。我被授予"业绩最佳的基金经理"的荣誉，和钢琴家罗伯特·施拉德一起在全世界做巡回演讲，讲述市场机制的有效和音乐的优雅。担任公司交易员和分析师的一大批人员是我从高等学校招聘来的，他们中的很多人和我在一起工作的时间长达10年或更长。我是乔治·索罗斯的合伙人，我们在很多风险投资活动中共同进退，无论在工作中还是休闲娱乐中我们都密不可分。我写的《投机客养成教育》一书也已经出版而且非常畅销。我管理的基金和我个人的财富都在大幅增长，当然增长速度是有限的。

接着，不幸就降临了。我失去了一切。用华尔街流行的说法就是，我"栽了个跟头"。

事情的整个过程已经广为人知。1998年12月13日，《纽约时报》上刊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

登了一篇文章，题目是《消退的财富》，作者是杰拉尔丁·法布里肯特。在文章中，他对于我事业的衰落表现出的幸灾乐祸无人能敌：

在维克多·尼德霍夫收藏的所有银制品中，有一个5英尺长、象征着财富的纯银喇叭，它曾经是瑞典国王查理十五世的财产，尼德霍夫先生最喜爱的就是这件。但是他再也支付不起这些象征财富的收藏品的费用了。1997年10月，这位基金经理变得一无所有。首先，由于他没有为他在泰国证券市场上的投机交易做套期保值，影响了他为自己、为家庭，同时也为投资者经营的全球系统（Global Systems）基金。在这种不利的情形下，他断定美国证券市场不会急剧衰退，结果天违人愿，又加剧了这一影响。在这两个灾难的影响下，该基金垮台了。因此，尼德霍夫先生正在拼命地偿还债务，抚养6个未成年的孩子，竭力保持整个家庭的生活方式不受影响，为此，他又重操旧业：交易。

从基金破产的毁灭性影响中复原——无论是从经济上还是从心理上——比尼德霍夫先生原来想象的要难得多。"55岁的时候，想要东山再起是不容易的，"他在自己家里接受采访时提到，"你时运不济的时候，你的客户都会觉得你不可靠。我现在是众叛亲离。"

维持了长达20年的成功业绩使很多投资者都成为他的朋友，但是现在他和许多人的交情都破裂了。"我的电话不再响个不停。"他说。他认为能和投资者一起共患难对他来说很重要。"我很悲伤，但同时也得到了磨炼。"他说，"我的才智受到了怀疑。"他将自己的衰败和长期资本管理公司联系起来，这是一家规模更大一些的对冲基金，最近在华尔街的接济下起死回生。"我本来可以利用长期资本管理公司喘息的时间。"尼德霍夫先生说。而现在，他正在出售他收藏的银制品。

突然间，我从事业的巅峰跌入了谷底。公司的职员纷纷离去，而我的客户——其中许多人长期以来都是我的好朋友，也离开了我。

当时，为了继续提高我的业绩，保持第一名的领先地位，我投资于泰国的证券市场，但对于泰国这个国家本身的状况我却知之甚少。在美国，一只跌幅达90%的银行股票必定会反弹。而在东南亚，很明显，情形是不一样的。那个时候，我持有量最多的一只股票是泰国一家最大的银行发行的，这只股票的跌幅达到了惊人的99%。海外的损失将我的储备一卷而空。接下来发生的事情，我现在想起来仍然觉得悲痛和伤心，不提也罢。有必要让大家知道的是，亚洲市场衰退对美国的影响是道琼斯工业指数在一天之内下跌了550点，这在美国是史无前例的。按照证券交易有关规定，在那天下午2点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前就必须提前停止交易。第二天，我必须用好几百万美元来追加我的保证金账户，在别无选择的情况下，我不得不宣布关闭基金。

除了失去基金公司以外，我还不得不出售其他投资项目里的资产。我将房子做了抵押贷款，年利率为15%。而最让我颜面扫地的是出售我收藏的古银具。一家拍卖行的小册子里的开场白摘抄了我的一段话，从中大家可以感觉到这一点：

从商业史中，我得知在不同的时期，许多华尔街的投机商都有引人注目的传奇经历，但在他们事业陷入低谷的时候，也都拿出收藏的银具来拍卖……我经历的最愉快的一次拍卖是买到杰伊·古尔德获得职业网球锦标赛冠军时赢得的奖杯，这有点像是我对他的示威。在那些带有幸灾乐祸意味的场合，我没有想到有一天我也会加入这些不朽人物的行列。

我整个人都垮了。我的姐姐黛安娜是精神病学家。她曾对我提到过，严重抑郁（这是自杀的委婉表达）的病人一般有10个症状，包括情绪低沉、体重下降、性能力减退等。这10个症状我基本上都有。有一次在有外部律师参加的会议上，我把这当做笑话讲给他们听，或许我也是想借此寻求同情。我的律师事后警告我以后不要再当众说那样的话："对方唯一的反应是生气，因为你让他们觉得你没有采取行动。"

朋友和家人陪我度过了那段艰难的时期，尽全力帮助我。我从他们那里收到了55本《相约星期二》。在送给我这本书的同时，他们强调说主人公莫里面对即将到来的死亡还能保持尊严，并建议我向他学习。

有10个人寄来了吉卜林的诗《如果》，这首诗到现在仍激励着我。有些人还在下面的句子加上下画线来引起我的注意：

如果你辛苦劳作已是功成名就，
为了新目标依然冒险一搏，哪怕功名成乌有，
即使惨遭失败也仍要从头开始。
……
如果昏惑的骚扰动摇不了你的意志，
你能等自己平心静气再做答谢，
那么你的修养就如同天地般博大，
你就是真正的男子汉了，
我的儿子。

看着随处可见的《相约星期二》，想想我仿佛死人一样的惨状，再加上其他一些凄凉的打算和没完没了的噩梦，我常常到我父亲阿瑟的墓地去。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的父亲在世时是一位学者，也当过警察，他总有无穷的力量和无限的忍耐力，他的斗志总能激励我们全家渡过难关。在他于1981年，也就是他62岁那年去世之后，他的精神仍然陪伴着我们，鼓励我们去面对困难。后来，我问我的叔叔豪伊·艾森伯格认为我的父亲在此时会对我说些什么。我们一起总结出了下面一段话：

这一切意味着什么？世界末日并没有来临。你和你的家人很健康，你还可以过你想要的生活。这是最重要的。你综合了自己的策略、实践和经验采取了当时的行动。你只是想做得更好一些，在与别人的较量中更领先一步，不幸的是这次失败了。从当时的情形来看，你并没有犯错误。当时你采取的策略和你以前取得成功时所采取的策略是一样的。

假设你不能再恢复到过去的样子，情况也不是那么恐怖，你仍然可以教书，而我可以帮你承担一些债务。我已在消费合作社做了抵押。

这次失败对你也是一个启示。现在你意识到，在你信心十足地想要增加自己收益的同时，也有可能让自己以及其他参与游戏的人全盘皆输。现在的你看问题有了一个和以前不同的角度。你能认识到，尽管看起来将自己收益最大化的潜在可能性是完全可以成为现实的，但是具体实施时的策略却是有局限性的，如果没有排除这些局限性的影响，你不但可能输掉比赛，还有可能连以后参与比赛的资格也丢掉。你不想像现在这样，既没有必要的资金来继续按照自己的意愿参与比赛，也不想让那些对你抱有信心的人失望。对你来说，至关重要的是你仍然可以参与比赛，这样才可能东山再起。

以后，无论你做什么都要倍加小心，要感激你的家人和朋友。你拥有美好的生活，世界上还有很多东西值得期待。放松些，从容面对。

我连自怨自艾的时间都没有。我有6个孩子，要支付6所私立学校的学费，要赡养前妻和现在的妻子，还要负担高额的家庭日常开支，还有关于这次事件的法律费用。我们捡了满满一篮子的果子，然而果子散落了，我们需要再把它装满。我不得不再一次把它装满。但是我没有任何有分量的资本让我挣足够的钱来支付以上这些费用，更重要的是，所有的人都怀疑我的交易方法，而没有兴趣跟我签订正规的劳动合同。

在我还是运动员的时候，我从比赛的失败中吸取了不少经验教训，但是这一次却没以前那么容易恢复。我不但失去了比赛资格，也失去了参加比赛的工具和指导我参加比赛的教练，还有勇气以及我的拥护者。我甚至不能参加预选赛，因为比赛的组织者害怕出现不利的结果。

在这种情况下，换种工作看起来比较合适。这份工作就是和劳雷尔·肯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纳一起写一个专栏，在专栏中跟读者交流我从失败中汲取的教训，这或许能让他们不再重蹈我的覆辙。当时我想在教别人的同时，自己也能有不小的收获。

1999年我认识劳雷尔的时候，她是最大的两家财经新闻社之一彭博社《北美证券市场》栏目的主编。具有讽刺意味的是，当时她的工作就是散播本书描述的错误的市场信息和假情报。生命短暂，时间在滴答声中慢慢溜走，她决定独自写一个专栏。这个专栏的读者人数很快就跃居各栏目之首。她在专栏里向读者介绍从棒球运动、《白鲸》、贝多芬交响曲中吸取的经验教训，这类文章不受她那位传统意识很强的上司的喜爱，当时她也面临着被免职的可能。最后，因为没有任何收入来源，她停办了那个专栏。除了可以自由地跟我一起合作，写她认为值得写的专栏之外，当时她这么做，很可能给自己带来不幸。

我们两人都不想再看到投资者被误导。我们很痛心地看到一些投资者经常被灌输一些迷思，因此我们有理由并且有能力去改变这个现状。

震耳欲聋的呼声

“别吹啦，别在这儿胡扯了！”这是我们栏目创办之初读者的典型反应。一个接一个的读者写信说我们正在做世界上最荒谬的事情：一个一无所有的家伙写专栏去教别人应该做什么。最初的时候有人写信建议我不要写专栏了，而是应该去餐馆洗碗来偿还债务。

2002年初，我们警告投资者不要盲目追随那些相信“跟着大盘走势进行交易就会赚钱”的人，之后收到了以下这些具有代表性的反馈意见：

为了鼓励你继续在CNBC《金钱》专栏上写文章，和我们分享你的经验心得，我来说说我的看法：从投资交易中获利的一个好办法似乎就是做和你相反的交易。

这可能是我读过的最糟糕的一篇文章。建议你们把文章给那些胆小鬼看，把他们推向屠宰场。尼德霍夫曾经是世界上最优秀的基金经理之一……猜猜他为什么要在美国国家广播公司的专栏里兜售他对证券投资的看法和建议。让我喘口气吧。

你破产的原因在你的文章中一目了然。

我认为一个在一天之内损失1.25亿美元，并且不能偿还债务的人，把向投资者提供投资建议作为自己的工作，这很有趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我觉得你这个家伙的行为有点喜剧效果。让我看看你过去5年内实际的交易数据。我听说你破产了。对于那些交易人员的做法，我是不屑于细想的。

我所能说的就是，尼德霍夫有多少次失败的经历？又有多少次去请求他的朋友为他筹钱重新开始投资交易活动？

上次，我查阅了相关的资料，发现尼德霍夫不再是波士顿红袜队的主要投资人了，约翰·亨利才是。

你们的文章都是未开化的。但是如果这样做能改变你的生活，我可以原谅。

有些读者则干脆直接把病毒发给我们。

我们一般回复那些没有病毒的邮件，并且发现，答复的时候保持平和的态度会化解读者的愤怒。有一个叫詹姆斯·泰勒的读者2002年10月4日给我们发来邮件，问了这么一个问题：

为什么说你是投资领域的权威？要知道，你的基金破产了。

我回答说：

我并不是权威，我只是在不断地学习。我猜想人们只是认为要支持不断努力学习的人，或许是因为我所受到的教育和我对工作的投入让大家把我看做了权威。

这位读者很快回复说：

我为在上一封邮件中对你表现出的鲁莽和不公正向你道歉。我只是想要发泄一下，因为每天有那么多的“分析师”和所谓的专家在CNBC上信口开河，而他们并没有判断力。

你的见识和经验是对专栏内容的很好的补充。我读过你写的《投机客养成教育》一书，我认为这本书很值得一读。投资交易并不是件很容易的事，我们从中能得到考验和磨炼。

股市评论员最应该受到谴责的行为之一，就是他们总是装出一副得不到认同和理解、众人皆醉我独醒的样子。而事实是，每个月都有成千上万的人看我们CNBC的《金钱》专栏。我们在上面每刊登一些逆耳忠言，都会收到好几百封感谢信。无论我们发表什么看法，一些批评家都会说：“忘掉这两个人给你们的任何建议，因为如果尼德霍夫靠这些建议自己投资的话，他挣不到一分钱。”我们赞成诸如此类的看法，这样我们就能够平静地做我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作。

在和读者打交道的过程中，我们也不是一直都那么有耐心。得克萨斯州一个经济学专业的学生看了一期专栏中有关股息红利的文章后，给我们写信说我们在文章中采用的100年的数据是不充分的，他打算做些真正的计量经济学工作，而不像我们那样过分简单化。我和往常一样，温和地回答说："期待着你能找到超过100年的相关数据，并能教教我们。"当有读者写信来诅咒我们破财时，劳雷尔愤怒得想去用脚踹他们。

尽管这样的来信会让我们伤心，但是我们理解，人们已经损失了很多钱，于是迁怒于所有的人——从CNBC到分析师，从权威性的评论者到专栏作者。

事实上，我们俩都不是为了谋生才写专栏的。写专栏和出书的收入根本不足以支付我们的日常生活开支，也不足以支付我们寻找所需资料的费用，利用这些资料，我们就可以揭穿那些迷惑投资大众的荒谬的、错误的看法。但是为了那些虚心并有兴趣和我们交流的人，我们总是很认真地对待读者向我们提出的批评意见。

自从我和劳雷尔于2000年开始合作写专栏后，从读者的反馈里，我们看到了发生在投资者身上的无数令人心碎的故事，他们眼睁睁看着自己的财产和退休金账户里的资金损失大半甚至更多。他们写信咨询我们如何自救，如何走出困境。他们尤其想知道我是如何与灾难进行较量的。

对于这些遭受不幸的读者，我们给出的答案就是不要回避风险。所有的冒险行为都会有风险，不论是从事投资、商业、慈善事业、建筑业、探险活动，还是从事艺术、音乐、航行都有风险。风险不但是我们有所收获的必要前提，而且是人类生存无可逃避的一部分。正如保罗·海恩在《经济学的思维》一书中所说的："凡是在信息不完全的条件下，对未来各种结果出现的可能性进行预测的人都是投机客。从这个意义上来讲，我们每个人都是投机客。"

我的基金公司于1997年破产前，收益是相当高的，凡是由我的公司代理的投资，无论时间长短，最后都赚了钱。

回避风险会让人频频失败，随之会变得玩世不恭。一位哲人清醒地认识到了这种危险：

> 玩世不恭或许是整个社会结构中反常行为的副产品，它也会让个人出现反常的行为和表现……当人遭遇失败时，会情绪低沉，愤世嫉俗，其真实的自我就会被掩盖，接着就会否定那些他想达到却又达不到的目标。他常常会把所有正在努力追求或已经成功达到那个目标的人都当成是玩世不恭的，偶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔，他还会抨击整个社会，因为他的失败是在社会中发生的。随着愤世嫉俗者变得越来越悲观，进而厌恶人类，他也就越来越容易推卸他对社会所承担的责任。

这段话的作者就是我父亲。当时他是一名警察，这段话是写给强制执行法律的官员的。但是这些话同样适用于经历了长达几年的损失后面临绝望处境的投资者。

任何人听信了华尔街夸大失实的宣传而进行投资交易的话，那么面临的风险是毁灭性的。对于投资者来说，有一个指导者是很必要的。为了了解投资者想达到通过市场投资获利的目标所需具备的知识，我们查阅了有关交易、投资、统计、风险和行为金融学的几百本书。唉，这些书里凡是涉及购买股票的内容都是在向投资者推销，而且里面大部分建议是未经验证的。当然，这些书的作者很注意措辞，以免读者能够验证而发现他们结论中的漏洞。

对未经验证的建议盲目信任就像回到了封建社会，那个时候人们生活得悲惨而贫穷，而且没有办法改善自己的处境，没有机会提早退休去做一些创造性的事情，没有机会找到治愈疾病的方法延长寿命。科学研究似乎给人们带来一些希望，但是又常常受到偏见的影响，研究结果出来的时候也已经过时了。



就像在《天外魔花》中被外星人侵入体内的受害者一样，听信了谬误的投资方法而成为受害者的投资者表面上看起来很正常、很理性，然而他们的集体行动却会导致可怕的后果。当人们放弃自我而变成没有思想的寄生体时，市场中以掠夺投资者为生的职业寄生虫们才会欣喜若狂。因为只有在投资者不存在丝毫怀疑，也没有任何科学方法可利用的情况下，他的损失才会急剧增加。

所有这一切都让我们想和本纳尔博士一起疾呼："住手！快停下。停下来听我说！你们没看出来吗？他们想让我们变得和寄生体一样，这样他们就可以拿走本来应该属于我们的东西了。"

在这本书中，我和劳雷尔扮演了贝基和本纳尔博士的角色，我们想帮助投资者避免成为寄生体，同时还想帮助他们不轻信市场中那些想掏空他们钱包的人每小时或每天复制出来的错误市场信息。劳雷尔充分利用了她在彭博新闻社担任《北美证券市场》栏目主编时总结积累的识别谎言的技巧。本纳尔博士能治愈病人，防止外星人侵入他们体内，而我只是一个统计学的博士，我的任务主要是帮助投资者理解统计数据的规律性和不确定性。然而，我和本纳尔博士一样，有着从报纸上摘录奇闻趣事的习惯，把所有的文章综

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合起来有时可以推导出很有说服力的结论。在过去的25年中，我从我最喜爱的报纸《国民问讯》上看到并摘录了很多讲述发生在普通人身上的英雄壮举的文章，文章介绍了这些人的求生技能、常识以及美好天性，让我进行投资活动的时候能够保持乐观的态度，免受寄生人的影响，在它们还没有在温室中生长之前就斩草除根。我们希望读者也能从中受益。

本书将我和劳雷尔在过去3年写专栏时所涉及的主题进行了扩展。我们先后在4个不同的网站发表了500期影响力非常大的专栏，内容涉及证券市场中的荒谬评论、投资者表现出的过分自信以及有关市场的虚假宣传。

在我们毫无觉察的情况下，我们在写作这本书的过程中触犯了一些神圣不可侵犯的事物或观点。

然而，我们应该声明，书中有很多从未公布过的真实原始的材料，对读者来说，这是一大笔财富。对于我们来讲，要想在书中首次披露这些对长达10年中的财经内容进行分析后得出的结论，就需要做很多的筛选工作。同样，在介绍散点图的使用，讨论能量守恒和价值线周期表时，我们也得进行挑选和鉴别。还要说明的是，这些观点代表了我们在新千年到来之前几年最正确、最成熟的观点。这些观点都是从我们自己的实战投资经历以及一大批分散在各地、有知识、有见地的专家在网上给我们发来的学术性观点或者批评意见中提炼总结的，这是只有在网络时代才可能办成的事情。

总之，专栏读者的评论在很多方面都对我们有很大帮助，将我们带到新的研究领域，并让我们与他们建立了新的友情。最重要的是，我们从中享受到了通过观察现实世界发现问题并进行检验的好处和乐趣，而不只是单纯地接受权威的观点和看法。在过去3年中我们吸取了很多经验教训，包括计算，戳穿夸大失实的宣传，避免受到未经验证的负面思想的影响以及形成一个适当的投资基础，我和劳雷尔希望本书帮助读者在投资活动中获利。

本书的篇章结构

本书的第一部分批判了市场迷思，详细分析了市场中存在的错误看法和宣传，正是这些错误看法和宣传引导投资者采用错误的方式进行投资，成为市场中被榨取的对象。

第一章　复制基因——觅母

每个人都知道美联储主席格林斯潘在一次讲话中提到，他担心股票价格会导致证券市场发生令人完全不可预测的爆炸性反应。格林斯潘在1996年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12 月 5 日发表题为《非理性繁荣》的演讲，引发了一系列事件，我们在第一章详细介绍了格林斯潘的讲话所引起的后果，例如人们对科技、乐观精神和增长的抵触情绪。

第二章　对收入的不实宣传

正如诺贝尔化学奖得主库恩在《科学革命的结构》一书中提到的，科学始终处于这样一种状态，即某个理论被提出，经验证成为社会中的主流理论之后，随着实践的发展，会有越来越多的事实与它相违背。19 世纪末，牛顿力学就处于这样的情况下，当时有越来越多的实验表明原子核里的粒子会自发衰退。今天的证券市场也处于这样的状态，现在市场中流行的说法就是价格是由收益率或者市盈率决定的。在本章中，我们对这一被大多数人接受的观点进行了实证计算分析，并为读者提出了辨别媒体报道、分析师报告以及公司公告中有关收入宣传的方法，以此来帮助投资者避免使用错误的方法指导交易。

第三章　技术分析迷思

证券市场的大幅下滑会引起投资者的恐慌和担心，如果能够预测证券市场的上涨行情，会给投资者带来不计其数的财富和无穷的力量。所以总有一些战胜强权的伟大英雄的故事来消除投资者的焦虑、燃起他们的希望也就不奇怪了，但这些故事只会让投资者估错行情，失去赚钱的机会。我们将以科学的态度对推崇技术分析的观点进行分析，这些观点的中心意思就是：“跟着大盘走势进行交易就会赚钱。”但在本章中，读者将会看到，令人遗憾的事实是，这样做并不一定能赚到钱。

第四章　空头迷信

一个作家在其职业生涯中不断地犯错，怎么会成为财经新闻界最有影响力的人物？我们和阿兰·埃布尔森进行了会谈，想找出其中的原因，但最终，我们除了从他在整个 20 世纪 90 年代的牛市行情中为《巴伦周刊》写的几百期专栏内容里领略到他的乐观精神之外，一无所获。

第五章　“我们是 No. 1”通常意味着“来日无多”

在古希腊时代，最严重的罪恶行为就是傲慢，无视权威。维克多·尼德霍夫的父亲阿瑟·尼德霍夫激励他完成了第一本书《投机客养成教育》，同时也被维克多写进书里加以纪念。阿瑟曾写文章就傲慢这一缺陷是如何损害

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司法体制的问题发表了很有影响力的看法。在本章，我们要研究傲慢在证券市场上产生的后果，并在此基础上试着将阿瑟的观点进一步展开。

第六章　本杰明·格雷厄姆：神话般的市场英雄

古人有古人的崇拜对象，我们现代人也有我们的崇拜对象。在希腊的黄金时期，当科学思想首次普及开来时，一些思想家就开始对上帝提出质疑。提出问题一直都是好习惯。目前广为尊崇的本杰明·格雷厄姆是本章的主题。

第七章　最新消息：计算机创作股市故事

出色的数学家阿兰·图灵曾经说，一台计算机如果能使人把它误当做人的话，人们会认为这台机器的智能化程度很高。那么反过来说也是对的：如果设计一套计算机程序来复制人类的讲话，我们也可以说人是在机械地工作。时下，大部分财经新闻报道都能在电脑上拼凑而成，内容都是从充斥着错误观点的数据库或者平庸的基金经理的讲话中摘录的。在本章中，我们将解释其中的原因，并向读者介绍我们用于证券市场报道的专利程序。

第二部分——实战投机

第二部分让大家为做出理性的投资决策打下基础。生存是第一位的，我们介绍的第一个策略就是让投资者避免在还没有享受投资硕果之前就已经倾家荡产，该策略的基础就是在国际象棋这一千百年来都要求棋手具备敏捷的思维和战略头脑的职业中成绩斐然的天才们的思维方式。

第八章　如何避免假性相关

获取投资成功的方法很简单，小孩子也能理解，就是散点图。在坐标图上画出两个变量的对应值，投资者可以看出变化之间是否相关以及相关性的强弱。这个技术提供了一种方法帮助大家理解有关证券市场中的所有信息，在本章中，我们将做详细的解释，并说明如何使用它来分析利率上升对证券市场的影响。

第九章　回报率的未来

20 世纪，所有主要工业化国家的股票市场的收益率都在 1 500 000% 上下。这是伦敦商学院的 3 位研究人员对世界各国证券市场在长达 102 年的价格资料进行研究之后得出的引人注目的结论，他们就此写了一本在我们看来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是目前最优秀的投资类书籍:《乐观者的胜利》。在本章，我们介绍了以他们的数据为基础发展而来的一些旨在改善长期投资策略的体系。

第十章　投资周期表

本章中，我们将从价值线公司研发主席萨姆·艾森施塔克和佛罗里达投资者亨利·希尔的视角出发介绍价值线公司的投资系统，亨利·希尔遵循该公司的系统，获利颇丰。这个故事表明了价值线公司的无可置疑的投资观点：成长型股票优于价值型股票。

第十一章　当他们冲向围墙时，我们跑向出口

本章介绍的是在美国，棒球与股市的长期走势之间有显著的可预测的关系，首先让我们了解贝贝·鲁斯。

第十二章　繁荣还是崩溃

房地产是固定的，不能移动的，看起来是证券市场的理想替代物。诚然，房地产投资信托（REIT）是小投资者大范围进行投资的主要方式，作为长期投资，其收益却比不上股票。在本章，我们将说明要想获得丰厚的收益，投资者就要对房地产和商业周期的关系做研究分析。

第十三章　市场热力学

能量守恒和熵是当今瞬息万变的社会中的基本法则，对人们做出各种预测非常有用。在本章中，我们将用实例和维克多的小女儿一天的生活加以生动说明。

第十四章　从网球赛场上吸取的市场实战经验

维克多曾经赢得过多种球类比赛的冠军，2001 年还被提名为新成立的壁球名人堂（Squash Hall of Fame）的运动员之一。在本章，他和读者一起分享经过验证后，在赛场和证券市场上都很实用的赛前、赛中和赛后策略。

第十五章　讨价还价的艺术

每个人都有权利说出自己愿意支付的价格。在证券市场中，投资者也应该毫不犹豫地运用讨价还价的技巧，为自己争取更大利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章　生物科技革命中一位和蔼的傻瓜

维克多的第一本书出版以后，遭到的最主要的批评就是：书里有许许多多的规则，但这些规则都无助于帮助大家挣钱。我们写作专栏之初，就发觉自己处于每天的市场前沿，要向投资者做出特定的投资建议。当专栏的内容开始涉及单只股票买卖的内容时，专栏的读者人数就有所增加。令人高兴的是，我们从投资者的利益出发做出的股票选择建议对我们自身也是有利的。在本章中，我们以处于审批阶段的医药公司的股票为例对此进行说明。

第十七章　收入欺诈

不断演变的“盈余管理”的技巧已经让净收入变成了一个怪物。在本章中，我们将向读者介绍如何从公司的资产负债表和现金流量表中发掘信息，了解到公司更真实的财务状况。股票回购、分红、存货、应收账款和纳税情况在分辨财务报告的真假时都是很有用的。

第十八章　末章

读者向我们提出的问题中，有4个被提到的频率最高。在本章中将要解释我们在交易时是否使用技术指标，要向投资者推荐哪些书，以及为什么把格林斯潘描述得如此可怕。我们还透露了让我们保持警觉和学习热情的秘密武器：在办专栏过程中结识的一大批投资者和智者。我们和他们每天在电子邮件里讨论市场哲学和策略，并深受启发。

对图标的解释

在这本书中，我们以不同的形式反复地阐述了5个主题。为了帮助投资者识别，我们用不用的图标代表不同的主题，在此予以说明。



不实的宣传：在政治学中，错误理念的系统性扩散被称为不实的宣传。现在的孩子在学校的时候就会学到识别这种宣传的7种技巧——中伤法、粉饰法、移花接木法、佐证法、平民法、洗牌法、巡游花车法。令人遗憾的是，没有人告诉投资者如何识别财经领域内进行虚假宣传的伎俩。在我们分析已被广为接受的错误信息时，这些伎俩总是一次又一次地出现。在这些内容旁边，我们将以前苏联喜爱的反派人物富翁先生的图标加以突出，提请读者注意。

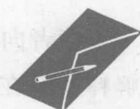
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



未经验证的建议：现在的市场分析大部分都像黑暗时代的神秘主义，而不是科学的推理。在讨论到这些未经验证的建议时，我们将在旁边对这些市场迷思加注一个图标：一顶魔术师的帽子。

核算，核算，再核算：面对虚假的宣传和未经验证的建议，投资者要发扬怀疑精神，对市场中流传的观点要多问几个为什么，寻找能够支持该观点的证据。考虑问题时要问："我应不应该接受这个观点？"正如史蒂夫·施蒂格勒在其权威的《桌子上的统计学》一书中所说的：

某个严肃的问题被提出之后，不论它是科学问题还是社会问题，仅仅给出一个答案是不够的，还必须提出相关的证据，同时对证据的可靠性进行评价，证据不一定都是定量的，尽管定量分析或者尽可能的量化阐述最清楚。如果问题很重要，而且已经有人提出某种观点并有证据支持，这个时候，统计学就要义不容辞地发挥检验的作用。很明显，这样的验证所需的不仅仅是一系列数据，还要对可能影响任一数据的因素进行详细分析，提出测量或表示结论不确定性的方法，还要包括一些处理问题的惯例，比如，不确定性在多大程度上算太大，结论在什么情况下应该被否定，在什么情况下应该被认可。



我们试图向投资者提供一个方法或者一个框架，让投资者感受到统计分析的作用。我们用一支铅笔和一个信封的图标来提醒投资者进行核算的重要性。



假性相关：这本书的大部分都是对被假设为可进行预测的随机联系进行检验。每揭露一个假性相关，我们就用一对鹳来标出。这一图标参考了对人口增长、坏掉的德国香肠、复视[1]、对康德作品的错误理解以及在德国奥尔登堡观察到鹳数量增多之间的复杂的假性相关。



不断变化的周期：市场评论的工作就是要发现有用的知识，检验并将其普及和应用。具有讽刺意味的是，知识处于经常的发展变化之中，就如证券市场的价格呈现出万花筒般的变化一样，我们这个赛马的图标就象征了周期变化的规律。该规律首次由罗伯特·L·培根在《职业赛马的秘密》一书中提到："事物是不断变化的这一规律在大众理解掌握某一流行思想的时候就会发挥作用，引起一系列迅速而激烈的变化。"

① 复视，把一个物体看成两个，造成视物双影。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

Contents

导 言 希望的掠夺者 /Ⅸ

第一部分 市场迷思

第一章 复制基因——觅母 /3

格林斯潘在1996年12月5日发表题为《非理性繁荣》的演讲，引发了一系列事件。格林斯潘的讲话引起了什么后果？人们对科技、乐观精神和增长的抵触情绪又是如何产生的呢？

第二章 对收入的不实宣传 /20

某个理论被提出、经验证成为社会中的主流理论之后，随着实践的发展，会有越来越多的事实与它相违背。今天的证券市场也处于这样的状态。实证计算分析可以为读者提供辨别媒体报道、分析师报告以及公司公告中有关收入的宣传方法，帮助投资者避免使用错误的方法指导交易。

第三章 技术分析迷思 /45

如果能够预测证券市场的上涨行情，会给投资者带来不计其数的财富和不可估量的权力，所以总是会有一些战胜强权的伟大英雄的故事能消除投资者的焦虑，燃起他们的希望。跟着大盘走势就能赚钱吗？令人遗憾的是，这样做并不一定能赚到钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 空头迷信 /76

一个作家在其职业生涯中不断地犯错，怎么会成为财经新闻界最有影响力的人物呢？在和阿兰·埃布尔森进行的会谈中，我们除了领略到他的乐观精神之外，一无所获。

第五章 “我们是 No. 1”通常意味着“来日无多” /90

在古希腊时代，最严重的罪恶行为就是傲慢，无视权威。维克多的父亲激励维克多完成了第一本书《投机客养成教育》，他也曾写文章就傲慢这一缺陷如何损害司法体制的问题发表了很有影响力的看法。傲慢在证券市场上产生的后果究竟是怎样的？

第六章 本杰明·格雷厄姆：神话般的市场英雄 /118

古人有古人的崇拜对象，现代人也有自己的崇拜对象。在希腊的黄金时期，当科学思想首次普及开来时，一些思想家就开始对上帝提出质疑，提出问题一直都是好习惯。广为人尊崇的本杰明·格雷厄姆到底有什么神奇之处呢？

第七章 最新消息：计算机创作股市故事 /126

出色的数学家阿兰·图灵曾经说，一台计算机如果能使人把它误当做人的话，人们会认为这台机器智能化的程度很高。那么反过来说也是对的：如果设计一套计算机程序来复制人类的话，我们也可以说人是在机械地工作。时下，大部分财经新闻报道都能在电脑上拼凑而成，内容都是从充斥着错误观点的数据库或者平庸的基金经理的讲话中摘录的。这种现象是怎么出现的呢？

第二部分 实战投机

第八章 如何避免假性相关 /135

获取投资成功的方法很简单，小孩子也能理解，就是散点图。在坐标图上画出两个变量的对应值，投资者可以看出变化之间是否相关以及相关性的强弱。这种技术能帮助大家理解有关证券市场中的所有信息。

第九章 回报率的未来 /146

20 世纪，所有主要的工业化国家的股票市场的收益率都在 1 500 000%上下。这是伦敦商学院的 3 位研究人员对世界各国证券市场在长达 102 年的价格资料进行研究之后得出的引人注目的结论。以他们的数据为基础，人们发展出了一些旨在改善长期投资策略的体系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 投资周期表 /156

从价值线公司研发主席萨姆·艾森斯塔特和佛罗里达投资者亨利·希尔的视角来看价值线公司的投资系统。这个故事无可置疑地说明了一点：成长型股票优于价值型股票。

第十一章 当他们冲向围墙时，我们跑向出口 /172

在棒球与股市的长期走势之间有显著和可预测的关系吗？首先了解一下贝贝·鲁斯吧。

第十二章 繁荣还是崩溃 /182

房地产看起来是证券市场的理想替代物。但是，房地产投资信托作为长期投资，其收益却比不上股票。要想获得丰厚的收益，投资者就得对房地产和商业周期的关系做研究分析。

第十三章 市场热力学 /196

能量守恒和熵是当今瞬息万变的社会中的基本法则，对人们做出各种预测非常有用。它体现在许多实例和维克多的小女儿一天的生活中。

第十四章 从网球赛场上吸取的市场实战经验 /212

维克多曾经赢得过各种球类比赛的冠军，2001 年还被提名为新成立的壁球名人堂的运动员之一。他可以证明，某些赛前、赛中和赛后的策略经过验证，在赛场和证券市场上都很有用。

第十五章 讨价还价的艺术 /221

每个人都有权利说出自己愿意支付的价格。在证券市场中，投资者也应该毫不犹豫地运用讨价还价的技巧为自己争取更大利益。

第十六章 生物科技革命中一位和蔼的傻瓜 /229

写作专栏之初，我们就发觉自己处于每天的市场前沿，要向投资者做出特定的投资建议。当专栏的内容开始涉及单只股票买卖的内容时，专栏的读者人数有所增加。令人高兴的是，我们从投资者的利益出发做出的股票选择建议对我们自身也是有利的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章 收入欺诈 /240

不断演变的“盈余管理”的技巧已经让净收入变成了一个怪物。如何从公司的资产负债表和现金流量表中发掘信息，了解到公司更真实的财务状况？股票回购、分红、存货、应收账款和纳税情况在分辨财务报告的真假时都是很有用的。

第十八章 末章 /264

我们在交易时使用技术指标吗？要向投资者推荐哪些书呢？我们为什么把格林斯潘描述得如此可怕？让我们保持警觉和学习热情的秘密武器又是什么？

后 记 /284

致 谢 /286

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分
市场迷思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

复制基因——觅母

从里约热内卢传来一则令人好奇的消息：在圣保罗省，越来越多的人变得怪异、疯狂，而且这种行为大有在人群中蔓延之势。这种异常的行为和曾在中世纪蔓延欧洲大陆的疯狂行为很相似。恐慌的当地居民置他们的村庄和土地于不顾，纷纷离开家园，他们说自己像是牲畜一样，被一种看不见但是可以感觉到的类似吸血鬼的怪物追赶、控制和摆布，这种怪物以吸食熟睡人的血为生。

——莫泊桑，《奥尔拉》

1996 年7月18日：这是个多么美好的世纪！伴随着第三个千年的临近，美国憧憬着持久的和平和繁荣。冷战结束了，全球范围内的贸易活动空前繁荣。人们把越来越多的钱用于消费，而不是花费几十亿美元缔结双方承诺互不侵犯的条约。联邦预算数十年来第一次实现了盈余。银行利率也只有15年前的一半。生产力在发展，收入也在增加，失业和通货膨胀的影响微乎其微，所有这些在几年前还被认为是不可能的事情。电脑悄悄改变着人们的工作和生活方式，生物科技领域和通信技术的变革日新月异，生物技术的进步让人们有理由相信他们刚出生的孩子能长命百岁。大约有5 000万人使用互联网工作和学习。高科技股票股价的攀升给投资者带来丰厚的收益，企业家能便利地为新公司筹集到投资资金。成千上万的人经济状况得到了前所未有的改善，生活水平空前提高。人们对未来的生活满怀希望，未来看起来真的是一片灿烂！

我打开CNBC收看财经新闻。我买入的一只科技股上涨了15%，我打电话通知经纪人抛出一半，赚来的钱足够支付孩子们的学费了。美联储主席格林斯潘出现在屏幕上，他说在微芯片和软件领域的重大技术突破极大地促进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了生产力的发展，他认为在可预见的未来，经济会保持良好的增长势头。道琼斯工业指数又涨了120点，格林斯潘的话让我感到极度兴奋，我禁不住对着屏幕欢呼起来。

接下来的节目，是对一位从1987年以来一直从事空头交易的资金经理的采访，他发表了与格林斯潘同样的讲话："市场价值已升至历史最高位……现在的股票回报率与20世纪50年代和60年代初相比有很大的不同……道琼斯工业指数继1995年上升了33%之后，到今年目前为止，大约上涨了9%。即使从全年来看，9%的收益率也相当不错了。"的确，如果股利用于再投资，从1979年底至今，市场回报率已达到1 200%。但是很多从1987年就依据市场行情不再上涨的判断从事投资活动的投资者也赚了不少，参照这一事实，这位经理的话听起来显得有些极端。他没有提到银行利率的下降，没有提到收益留存率翻番的事实，也没有提到股票回购和红利派发基本相当的事实。他同样也没有拿出证据来证明股票市场行情高于平均水平持续上涨一段时间之后，一定会走低。要是他拿出一支笔和一张纸，统计一下就可以看到，如果前一年的市场行情是持续上升的，那么第二年市场行情继续看涨的概率为52%，反之，如果前一年的市场行情是持续下跌的，那么第二年市场行情上涨的概率为53%，他还可以看到，看涨行情结束之后市场走平的概率稍稍大于下跌行情过后市场走平的概率。

1996年12月6日：早上醒来后，我打开电视收看6点钟的财经新闻。灾难降临了。昨天晚上，美国股市收盘之后，格林斯潘发表讲话，暗示投资者的表现"极度不理性"。亚洲和欧洲的股市暴跌不止。

一阵恐惧向我袭来。格林斯潘是市场之父，他的这番话如果对市场产生影响，那么为了避免受到人为政策干预，市场就很可能会按照他的话进行调整。

当然，他的话单独来看也不一定就是什么不祥之兆。他这番话不是在国会讲的，这只不过是他在美国企业协会就美国货币政策的历史发表的宴会讲话。我在网上找到了他这段讲话：

哪些商品的价格水平对经济发展的影响很重要，以至于有时候需要我们通过人为干预来保持其价格水平的平稳？当然是我们正在消费的商品和服务的现行价格，这是衡量通货膨胀的基本标准。那么未来价格水平的变动，或者更重要的，人们对未来商品和服务，像股权、房地产和其他那些能为人们带来收益的资产的价格的预期对经济有没有影响呢？这些价格的稳定对保持经济的稳定很关键吗？

毫无疑问，保持低通胀率意味着降低未来经济发展的不确定性，而低风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险溢价代表着股票和其他收益性资产的高价位。从以往的情况我们可以看出，市盈率和通胀率之间存在负相关的关系。但是我们怎么知道投资者极度不理性的投资行为会在什么时候造成资本市场价值的高估，证券市场什么时候会遭受日本在过去10年中曾经遭受的无法预料的、长期的衰退呢？而我们在制定货币政策时又如何将这些因素考虑在内？

评估资产负债表总体状况的变化，尤其是对其中的资产价格进行评估，是改进货币政策时所要考虑的必不可少的一项工作。

“但是我们怎么知道……”听起来这个问题是如此无辜。收盘的时候，一切都似乎恢复了正常。道琼斯工业指数当日最大跌幅为144点，以6 382点收盘，最后下跌了55点，下跌比例不到1%。但是为什么我们的自信那么快就变成了胆怯？一点小小的变化就刺激了我们的神经中枢，干扰了我们不完美的、脆弱的神经系统，足以让一个心情愉快的人变得忧郁，让一个懦夫成为勇士，这是多么奇怪的现象！

我走到附近的河边，看着河面上的拖船和游艇来来往往。在阳光下走了一会儿之后，我突然毫无理由地感到焦虑和紧张。我立即回到家中查看股票价格。我为什么焦虑和紧张？因为这是一个让我精神沮丧、情绪低落的必经阶段吗？是因为CNBC财经节目的那位女主持在报道分析师降低对证券评级的新闻时皱起了眉头吗？抑或是她新剪的短发让我担心？我们身边发生的一切事情，我们无意中听到的每件事、接触到的所有观念都会对我们和我们的身体器官产生迅疾、不可思议、无法解释的影响，进而影响到我们的思想和生活。

1997年2月25日：克林顿总统在林肯卧室举行大规模的竞选筹款活动，白宫允许八百多人在这个林肯总统签署《解放奴隶宣言》的地方待上整整一个晚上。这些客人包括好莱坞的显要人物和明星，他们仅仅在1995年和1996年给民主党的捐助就至少有540万美元。根据CNN做的一项调查，制片人斯蒂芬·斯皮尔伯格捐助了336 023美元，MCA主席卢·沃瑟曼捐助了225 000美元。活动的奢侈和俗气让人心烦。

1997年3月3日：危机渐渐蔓延。泰国电子产品国外市场的份额正被具有大量廉价劳动力的中国所抢占。泰国神话般的经济增长已大大放慢，银行陷入房地产投机商的坏账危机中，泰国货币泰铢很可能贬值。今天，银行股票暂时停止交易。我感到一种无以言表的忧虑，仿佛这条新闻隐瞒了一些可怕的危险。我在走廊里走来走去，困惑和不可抑制的恐惧让我感到压抑。

1997年7月8日：美国航空航天局在互联网上公布了“探路者”火星探测器在火星上拍到的照片。这些照片刷新了新的网络流量纪录：一天之内有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 600万人次点击浏览。这些照片充分显示了21世纪的科技进步，让我感到精神振奋。

1997年8月21日：我们眼睁睁看着东南亚市场崩溃。泰国今天对外承认为了防止货币贬值对外举债230亿美元，对外负债总额达890亿美元，其中400亿美元明年到期。印度尼西亚、马来西亚和菲律宾也同样陷入债务危机中。股票价格暴跌，利率飞涨，外资抽逃。

我因为失眠刚刚从医生那里咨询回来。医生说我血压高而且精神过度紧张，除此之外，没有其他的危险信号。医生建议我多做运动。

当天晚上，我努力睡了两到三个小时，但我噩梦连连。我感到自己躺在床上并且睡着了……我还感到有人走近我，看着我，抚摸我，接着那个人爬上床，把膝盖压在我胸口上，两手掐住我的脖子，想把我掐死。我想挣扎，但是在梦里我感到浑身无力。接着，突然我就醒了，吓得浑身是汗。

1997年10月15日：我已经完全恢复了。我在格林斯潘发表《非理性繁荣》讲话的第二天买入的微软股票涨了73%。

1997年10月20日：我打开电视收看新闻，从新闻里得知司法机关控告微软违反有关反垄断的法院指令。真是奇怪，微软在推广计算机应用方面的贡献比其他任何一家公司都大。成功也要受到审查吗？那天晚上大约10点钟，我上楼睡觉，我一走进卧室就马上锁上门。我害怕了，但是害怕什么呢？

1997年10月27日：上周始于香港的恐慌席卷了世界范围内的每一个证券市场。在美国，在道琼斯工业指数下跌550点之后，交易所暂停交易。价值投资者戴维·德雷曼说：“投资者终于意识到市场被高估了。”

1997年10月28日：我坐在彭博新闻社纽约办事处的桌子前，抬起头看着坐在我对面的彭博新闻社纽约办事处的主管肯·科恩，他一直在喋喋不休地说话。他说：“维克多·尼德霍夫破产了。”

1998年4月30日：股市下跌的阴影慢慢消失了。沃顿商学院的金融教授杰里米·西格尔刚刚向我推荐了他写的《股票的长期收益》一书的修订本，书中介绍了在过去的两个世纪中，抛开通货膨胀因素的影响后，股票的收益率平均为7%，是债券收益率的两倍。道琼斯工业指数自去年10月那个可怕的星期一后，上涨了28%，我买入的微软股票也上涨了40%。我不再失眠，感觉好多了。

1998年8月31日：一个月之内，世界又陷入了混乱。恐怖分子在美国驻肯尼亚和坦桑尼亚的大使馆同时制造爆炸事件造成至少250人死亡。沙特阿拉伯恐怖分子拉登扬言说将会在“世界各地”陆续开展针对美国的报复性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打击活动。第二天，克林顿总统命令对在阿富汗和苏丹的一家生产神经毒气的工厂采取报复行动，但是美国在阿富汗的报复行动并没有对拉登产生实质性的打击，同时苏丹的工厂也坚持说生产的只是一般药物而不是神经毒气。人们都说我们的报复行动是以其人之道还治其人之身。而3天前，克林顿总统在电视上承认他与白宫实习生莫尼卡·莱温斯基有"不正当关系"。大陪审团正在就克林顿讲话的真实性进行调查。一部新的好莱坞电影《摇尾狗》在美国对拉登采取报复行动的前一天上映，影片的内容就是一位总统为了把人们的视线从性丑闻中转移开而对外宣战。

紧接着，俄罗斯于上周宣布卢布贬值并且不能偿还到期外债。我去了中央公园，想呼吸一下新鲜空气，清醒一下头脑。我拐进一条偏僻的林荫道。我突然感到恐惧，加快了脚步，莫名地感到害怕。我突然又感到有人在跟踪我，那个人紧紧地跟着我，离我距离相当近，近到可以一伸手就摸到我。我突然转过身，后面什么都没有，还是我一个人。我回到家看新闻，得知道琼斯工业指数在当天停盘时下跌了512点。4天之后，它的跌幅达到了12%。主要的证券指数在这一年都呈跌势。

1998年9月28日：八九月间，几家规模很大的对冲基金损失达数十亿美元。其中的一家基金长期资本管理公司48亿美元的净资产损失至仅4亿美元，不得不从14家银行借入36亿美元来摆脱此次财务危机。金融体系有可能因长期资本管理公司不能如期履行还款义务而崩溃的忧虑四处蔓延。昆腾、奥米伽和泰格也都遭受了巨大的损失。公众非常恐慌，纷纷抛售银行股票。华尔街之王高盛集团今天不得不取消了新股发行计划。国会嚷嚷着要对对冲基金进行管制。现在我感觉在我梦中出现的可怕影子几乎每晚都潜伏在我的窗外，好像正在发出邪恶的笑声。

今天晚上我出席了纽约大学的晚餐会，并听取了美国证券交易委员会主席阿瑟·莱维特的演讲。莱维特在演讲中提到，有些公司的经理人和审计人员串通一气，制作虚假的财务报表来拔高公司的市场价值，同时也增加他们期权的价值。莱维特发出警告，要求经理人规范公司的市场行为，不要为了提高预期收入而随便注销公司的重组费用、未来运营费用和研发费用。不要再把经营状况良好时的收入存入"饼干罐"，留待经营状况不佳时使用。不要在货物发出之前就确认收入。按照一般公认会计准则（GAAP），如果公司的某些业务对公司还没有发生"实质性"影响，就不要在报表中说一些模棱两可的话。

在场的律师和会计师都放下餐具，开始记录莱维特的讲话。

我坐在屋子里，突然浑身发抖。我仿佛听到一阵神秘的笑声，而且我不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自觉地感到这笑声就是在嘲弄莱维特。

1999 年 5 月 5 日： 电影《摇尾狗》里的情形真的成为现实了吗？去年 8 月，美国轰炸的那家苏丹制药厂的所有人要求美国赔偿他们的损失，但是美国政府发表讲话说不做任何回应。我感觉到阴影里有人正在发笑。

1999 年 8 月 2 日： 本周曝出大规模的会计丑闻。信孚银行挪用匿名客户的资金抵补其费用开支，为此，信孚银行支付了 6.3 亿美元的罚款。胜腾集团、利文特、麦凯森、来爱德、新光都被卷入这次丑闻中。卡罗尔·J·卢米斯在《财富》上发表文章，对美国证券交易委员会的这次整治行动发表看法说，这几家公司的丑闻只表明"在更大范围内存在会计腐败现象，有待进一步查实"。她特别提到《华尔街日报》曾于 1994 年在头版刊登文章，讲述杰克·韦尔奇是如何"利用重组费用和收入储备来伪造账务的"。

在文章的最后，她写道，"某些人可能会进监狱"。我的身体无法控制地颤抖。梦里的影子似乎又在冲我发笑，它仿佛从这些丑闻中汲取了力量，变得强大起来，就像细菌在脏乱的环境下会变得活跃一样。

1999 年 11 月 22 日： 今天，我在信箱里拿到了订阅的《财富》杂志。我开始悠闲地阅读上面刊登的一篇沃伦·巴菲特的演讲，他是七八月间在高科技企业家和风险资本家参加的小规模但很有影响力的聚会上发表这次演讲的。看着看着，整个房间仿佛被一片阴影笼罩了，让我浑身发抖。这位伟大的投资家说，如果他 1903 年在基蒂霍克的话，作为一个为资本家服务的人，他可能已经击落了奥维尔·莱特的飞机。"1919～1939 年间，大约有 300 家飞机制造商，但只有少数几家维持到了今天。"巴菲特说。他疯了吗？还是我疯了？航空运输不是对旅游和商业有很大的促进作用吗？美国最大的出口行业不是航空业吗？虽然我心里有上述疑问，可是巴菲特是世界上最受人景仰的投资家，现在他告诉人们投资于新兴的行业不会有收益。

巴菲特没有提到他是否考虑过股息、合并、收购和公司名称的改变会带来的影响，没有提到早期的飞机制造商是不是都破产了，也没有提出有关收益或可转换性的数据，来证明他认为航空业是一个低回报的投资项目的观点是正确的。他挑选的这个行业收益率低是有原因的。学过商业史的学生都知道，历史上有迹可循的成功或失败的案例与这些未经验证的论断是一致的。但是许多其他行业在 1903 年看起来就很有发展前景——制药、制表机、小包装食品，还有其他一些行业，这些行业在 20 世纪发展壮大的过程中带来的复利收益率是 1 500 000%，是 20 世纪一般投资项目的平均收益率。

当看到巴菲特的演讲获得热烈的掌声和赞美时，我感到很高兴。亚马逊网站的创立者杰弗里·贝佐斯坚持让他公司的经理人都研究这篇演讲。玛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丽·巴菲特写的名为《巴菲特法则》的书中提到，巴菲特将股票看做是日用品，或者是年金的一种，只有在打折的时候才应该买入。他拒绝投资于高科技企业等成长型股票，原因是他不了解这些行业。巴菲特拒绝创新，所以也不花时间去学习辨别哪个新兴行业是值得投资的。他就像居住在山上的人们，要储藏生活必需的物资和与别人进行实物交易时所需的贵金属。

解除这种怀疑态度的方法是一种信念，即相信每个人都会本能地和其他人进行交换，这种交换活动是互利互惠的，双方都能从中得到好处，进而改善自己的状况。这种信念和坚信科技与创新会带来接连不断的奇迹的信念一起，让人们将股票作为一项高回报的投资项目。

各地都在为迎接新千年的庆祝活动做准备，然而，巴菲特奇怪的言论以及他对充满活力的企业制度的敌对态度萦绕在我的脑海中，挥之不去。

我躺在床上睡着了，两个小时后被一声可怕的响声惊醒。大家想象一下，一个熟睡中的人醒来后发现有一把刀顶在胸口，喉咙里发出咯咯声，浑身是血，不能呼吸。这个人意识到自己很快就会死去，却不知道为什么——这就是我当时的感觉。噢！谁能理解我的苦恼呢？我必须摆脱宿命论思想的困扰。

1999 年 12 月 31 日：这是华尔街分发红利的时间，每个人的红利都是巨额的。据彭博新闻社报道，摩根士丹利的在线分析师玛丽·米克可以拿到 1 500万美元。杰克·格鲁布曼是所罗门美邦证券部门的电信分析师，可以拿到 1 000 万美元。至少 5 000 名银行家、分析师、交易商每人都能拿到 100 万美元。

微软公司的股票价值今年最高为 1 000 亿美元。彭博新闻社的布赖恩·鲁尼特别提到这比希腊的国内生产总值还要多。如果微软股票每年再升高 59%，并能在以后 10 年中都保持这个增长速度的话，比尔·盖茨的财富会超过美国的国内生产总值。

今年每个和股票有关的行业都发达兴旺。富达投资名下的共同基金价值创下 1 万亿美元的纪录，其投资银行部门也给网络公司筹集了 240 亿美元的资金。纳斯达克从 10 月 19 日至今上涨了 51%。

一切都好，都很好。然而我不断地想起艾伯特·杰伊·诺克于 19 世纪在《一个多余人的回忆》中的描述，诺克引用了屠格涅夫的《克拉拉·米利奇》中的一段话来反映当时人们的精神状态：

他梦到自己在一个富有的领主的宅邸里，而他就是这座宅邸的主人。他最近把附近的房子和土地都买了下来。他不住地想："不错，非常不错，但是灾难也即将来临。"在他的身边，有一个小个子的男人不停地走来走去，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那是他的管家。

“对于大多数人来说，这个世纪最后10年中出现的每个新变化都让他们对未来充满希望，同时也助长了他们自满自大的情绪。”诺克写道。

2000年1月5日：我看到生物进化学家理查德·道金斯提出的一个尚未得到验证的理论，他在该理论中提到，一个新的能够复制的个体出现在地球上，该个体尚处于婴儿期，但是它的进化速度却远远超过传统基因的进化速度，理查德将该个体命名为觅母（meme）。

诸如情绪、思想、醒目的广告用语或政治宣传中的标语、服装式样、制作完成的陶罐或建筑物上拱门的工艺都是觅母。遗传基因在基因库中自我繁殖，通过精子或卵子完成个体之间的遗传，而觅母是通过人的大脑进行传播，从广义上讲，这个过程被称做模仿。如果一个科学家听到或看到一种新的想法，他就会把它传达给他的学生或者同事，如果这个想法受人欢迎并流行起来，那么就可以说它在进行自我传播。

觅母的传播就像病毒破坏细胞的遗传功能一样，能繁殖的觅母就像大脑里的寄生物一样，能把大脑变得非常机械。尽管道金斯说觅母的传播受人类“梦想”的影响，只是一个像空气一样的轻飘飘的概念，但是觅母一旦为数以百万计的人接受并改变这些人的思想，那么它就成为有形的物质，而且能不断地扩展壮大自己。

在三十多亿年的时间里，唯一能够进行自我复制的就是DNA。现在，新的自我复制者觅母出现了，并且有其独特的进化特点。与生物进化领域物竞天择的规律一样，那些能利用周围环境凸显自己优点的觅母将会得到广泛的传播。

我很难相信，一个纯粹的想法会产生如此可怕的力量。道金斯提出的觅母概念让我深感不安。

为了不再胡思乱想，我开始跳读莫泊桑的短篇小说《奥尔拉》。突然，一段旁白者和一位僧侣的谈话映入我的眼帘：

我们看到了这个世界的多少呢？看这里，有风，它是自然界最强大的力量。它能将人吹倒，将高楼击垮，将树连根拔起，能在海面上掀起山一样的波浪，能摧毁悬崖，还能将巨大的船只击成碎片。它杀戮，它尖叫，它叹息，它呼啸，但是你看到过它吗？你能看到它吗？然而，它是实实在在地存在的。

2000年1月6日：我没有疯。我已经看到了……我已经看到了……我看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到它了！新千年来临前一天，纳斯达克100指数升至历史最高点，然而在刚刚过去的3天内，其跌幅就达12%。光纤行业的股票行情此前一直上涨，每个买入这类股票的人都曾大大地赚了一笔，而该板块中的JDS单相公司（JDS Uniphase）跌幅也达20%。有谣言说乔治·索罗斯的对冲基金正在抛出纳斯达克的股票。

2000年2月17日：觅母正从四面八方向我逼近，随时随地我都能听到它，看到它。在格林斯潘每年对众议院银行委员会就经济状况发表的两次讲话中，我听到了觅母。首先，格林斯潘说，新世纪以来，经济状况比此前半个世纪的经济状况都好，接着，他话锋一转，声称由于股价太高，由市场财富派生的需求有突破供给上限的可能：

毫无疑问，微处理器、激光、光纤玻璃和卫星技术相结合所产生的协同优势为信息的传播技术带来了大的飞跃，这些进步极大地降低了商业运作的不确定性和风险，也由此降低了商业运作的成本，并提高了生产力。从表面上看起来，要想获得进一步发展是不存在障碍的。

问题是，生产力提高的同时，出现了总需求的增长速度超出总供给增长速度的趋势，主要是因为生产力结构性增长会让人们对企业未来收入有更高的期望，这不但会刺激企业投资力度的加大，而且会推高企业的股票价格和居民持有的资产的市场价值。于是社会总的购买力提高，但多出来的这部分购买能力却没有相应的产品和服务去满足。在其他条件不变的情况下，只要消费和投资水平对资产价值反应灵敏，股权价值的增长速度快于收入增长的速度，就会导致总需求超出潜在总供给。但这种状况不会长时间存在，因为总供给的安全阀有自我调节的机制。

……总需求增长与潜在总供给增长之间要保持平衡，最有效的办法就是控制国内需求，股票市场价值增加对国内需求尽管有影响，但是有一个滞后效应。

听了格林斯潘的讲话，我在感到震惊之余，很想有人能给出一个中肯中立的观点，于是我给理查德·泽克豪泽发电子邮件，他是政治经济学专业的教授，他的工作就是研究民主、分散的资源配置方式的效率如何。他在回信中说：

如果政府不施加干预，不限定价格，无论是供给还是需求，不正常的状况都不会持续太久。短缺只是暂时的，当然原因就在于价格自由地变化会引导供求达到平衡。

我认为格林斯潘是因为不想经济出现供不应求的现象，所以担心供给不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足，也就是说他不想通过价格机制的作用来恢复供求的均衡。但是当时，格林斯潘的这个措施无疑是对的，因为这是增加总供给的唯一途径。但是如果你不想出现通货膨胀，你就不会赞成格林斯潘的措施。

这就像我们讨厌细菌感染后出现的红色肿块。但是，感染现象说明我们体内的白细胞在同外来入侵的细菌战斗，虽然有副作用，但是有它们比没有要强。因此，我只能说，价格机制可以很好地矫正供给不足的现象，但是也不可避免地会引起价格的混乱。

经济学的基础的、神圣的原则之一是供求规律，即如果某种商品的供给不足，那么该商品的价格就会上升，价格上升会导致对该商品的需求下降，从而达到供求平衡。实现这种平衡的条件是没有政府干预且消费者能进行理性预期。在18世纪，亚当·斯密就提出了“看不见的手”的理论。在我们所处的时代，海恩在他的经典著作《经济学的思维》中这样描述：“人们对某种商品的需求量，随着人们为得到该商品而必须支付的成本的增加或减少而变动。”

现在我明白了，我能凭直觉推测，理性思考已经过时了。这是我们的悲哀！它已经来临，我已经听到……觅母……它就在这里……觅母！

2000年3月1日：现在觅母正在蔓延、扩散。今天在伯克希尔公司的年度报告中我又看到它了。又是巴菲特！“从投资者的表现看，他们对未来收益的预期过于乐观了。”

又是格林斯潘！今天，美联储公布了它1994年会议的记录。在此之前，美联储从来没有将会议记录公之于众过。从记录内容来看，美联储1994年举行会议的同时就决定在5年后将会议内容公开。

会议记录显示，格林斯潘和他的追随者在当时就抑制可能出现的股市泡沫这一问题达成了一致意见。格林斯潘在1994年2月的电话会议上对美联储决策机构联邦公开市场委员会的成员发表讲话说：“我想在某种程度上，我们已经触及了股票市场中投机活动的要害。当我们回过头来再看当时的情形，我认为当时证券市场行情过热，而我们戳破了泡沫，还原了证券市场的真面目。”

危言耸听！什么时候证券市场成了美联储的管辖范围？根据1994年3月22日会议记录内容，格林斯潘在接下来一个月的联邦公开市场委员会会议上又重复了他的这一看法。他对委员会成员说：“当2月4日来临的时候，我认为我们的预期应该是证券市场的泡沫问题已经得到了解决。”（在上一年，道琼斯工业指数上涨了18%——高达3 967点。）

啊，我可以想象当时的情形。美联储的决策者们坐在宽大的椅子里，面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前是精致的桌子，旁边有谄媚的服务员为他们端上中国陶瓷餐具，听了主席的笑话后，发出快活的笑声，为他们的干预措施取得的成效而窃喜。这个场景让我想到曾经坐在曼哈顿豪华俱乐部窗前的那些遗老们，看着走在第五大道的犹太人，皱着眉头，小声嘟囔着发牢骚。

不考虑通货膨胀因素，联邦基金利率在过去的8个月中持续上升——现在一切都很明朗了。美联储的遗老们不喜欢看到普通人在证券市场中赚钱。他们不愿意看到新一代的企业家投资"高新技术"企业赚钱，他们尤其不喜欢当日交易者。据说当日交易者无须花大力气去了解他们所要买卖的股票，在一天之内就可以赚到成千上万的钱。这些遗老们希望投资者和他们受过一样的教育，有一样的学历，并且和他们是一样的人。鼓吹杰出人物统治论者的观点已经席卷了全美国，这种观点主张每个人都要有同等的机会从投资活动中受益。亚历山大·蒲柏曾经说过："大部分遗老都像那些古老的树。过去的经历塑造了他们，如果没有像他们一样的年青一代成长起来，他们就会觉得痛苦。"

尽管媒体对待这些遗老时采取了古怪的谄媚姿态，他们也只不过是"明智的老人"的再现而已，"明智的老人"是20世纪文学和歌剧中的一个喜剧角色，这个角色是一个老头儿，却一直想赢得年轻女孩儿的芳心。在《坎特伯雷故事集》中，他是一位60岁的鳏夫，坚持要和一个不到20岁的年轻女子结婚，结婚后妻子碰到一个强壮的年轻男子，红杏出墙。

我睡觉时做了一个可怕的梦，我感到有人想要我的命——那个人就像水蛭吸血那样趴在我的脖子上。接着，那个人直起身，一副心满意足的样子，我一下子惊醒了，心脏狂跳不止，整个人仿佛被击垮了一样一动也不能动。是我失去理智了吗？发生了什么事？我所看到的一切是那么奇怪，一想起来我就有些胆战心惊！

2000年3月14日：觅母以让人难以置信的速度前进着，已经到了白宫和伦敦。

2000年3月21日：我只能等待，感到浑身瘫软无力。我感到觅母就在我的附近，看着我，支配我。美联储今天将利率从5.75%上调至6%，宣称这么做是因为担心需求的上升会超出潜在供给的增长，这样会导致通货膨胀，由此会削弱经济的发展潜力。

2000年4月4日：法官昨晚判决微软违反了反垄断法。纳斯达克指数在判决前一天，也就是昨天下跌了349点，今天开盘后继续下跌575点，收于4 148点，下跌了75点。

书店的书架上又出现了新的畅销书：《非理性繁荣》，作者是耶鲁大学教

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

授罗伯特·希勒，就是他在1996年创造了那个到处传播的说法，并传给了格林斯潘。

2000年4月28日： 没有人想到纳斯达克市场上存在更多的泡沫。斯坦利·德鲁肯米勒辞去在索罗斯对冲基金的职务，高科技股票让他损失了数十亿美元。他说："我从来没有想到15天之内纳斯达克会下跌35%。"在4月15日纳税截止日期之前的可怕的3个星期内，斯坦利所说的情形的的确确发生了。

2000年5月16日： 今天，美联储再一次提高利率，现在的利率水平是6.5%。难道觅母想要摧毁一切吗？

2000年8月31日： 人们曾如此欢天喜地地迎接新千年的到来，可第一年还没有过去，一切就都变得邪恶并让人害怕。利率的提高抑制了企业的资本投资，成千上万的企业家和工人因此失业。

一种麻痹迟钝的表现无处不在，从公司召开的计划会议，到普通投资者在厨房餐桌旁的议论，都给人这种感觉。

觅母现在已经无处不在。记者们疯狂地在名片夹中寻找在20世纪90年代对证券市场持悲观态度的"专家"，他们做出的错误判断足以让他们丢脸，其中的代表人物就是阿兰·埃布尔森，他是美国最有影响力的财经杂志《巴伦周刊》的明星专栏作者。两位新星被提升为万人景仰的人物：Prudent Bear的空头交易者大卫·泰斯（David Tice）和罗伯特·希勒，希勒在《非理性繁荣》中的有关高市盈率以及市场普遍空前高涨的思想在电视网络上广为流传。

2000年12月6日： 觅母像病毒一样在全美流行泛滥，越来越多的人被感染。美联储主席高高在上，可以对证券市场进行干预调控，纳斯达克市场已经从2000年的最高点下跌了50%。

2001年1月2日： 我们收到一封电子邮件，发送人在邮件里提到："我一直在网上阅读你们的证券市场专栏，你们在其中一期里说到打算用保证金账户买入巨额的网络股票，我看了之后很高兴，用手机打电话给我的经纪人。我本来想说'帮我买入某某的股票'，但是相反，我冲着他大喊——注意我不是说，而是喊——我的声音很大，以致所有的路人都对我纷纷侧目：'抛出我所有的股票！'"

2001年1月3日： 纳斯达克上涨了324点。上面提到的那位抛出所有股票的读者错过了赚钱的好机会！觅母就像一场无情的瘟疫，不管是已经被卷入其中的，还是已经逃离的，没有谁是安全的。

2001年4月4日： 瘟疫在一座城市流行时，人们总是会四处逃散，结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只会将瘟疫传播到别的地方。证券市场的行情变化也是如此，最近一段时间，市场行情一直在下滑。自从在2000年3月24日升至历史最高以后短短一年的时间里，美国证券市场的市值已经损失了5万亿美元，跌幅达31%。这一切让我们感觉那么脆弱，那么无辜，又那么渺小。但是这正是觅母想要看到的。

2001年8月31日：昨天晚上我睡得很不好，醒来后听到屋子的角落里有一个颤抖的声音在吟唱："你不能信任你自己，你不能信任华尔街，不能信任CEO，不能信任你的经纪人，不能信任证券市场。"我打开灯，声音就消失了，根本没有人。

2001年9月15日：无可言说的恐惧。9月11日，恐怖分子摧毁了美国世界贸易大厦和五角大楼的一角。所有的人都震惊了，并且由于恐惧而动弹不得。这次袭击破坏了曼哈顿，也就是纽约证券交易所所在地的通信联系，由于不确定将会发生什么变化，市场关闭，停止交易。所有的定期班机和农作物喷洒机都停飞。谁都不想离开家半步。在曼哈顿，仅有的几家营业的酒店、饭店和剧院门前都冷冷清清。这些恐怖分子和在美国驻外大使馆制造爆炸事件的人是一伙的，而克林顿总统在任期间没能解决这个问题。

2001年9月16日：今天电视上出现了一个奇怪的三人组合。罗伯特·鲁宾、杰克·韦尔奇和沃伦·巴菲特都认为市场行情会上涨。鲁宾说"看到了市场长期的潜力"，韦尔奇说美国是"世界上最佳的投资场所"。这位内布拉斯加州人的乐观态度显得很勉强，似乎他也在力图让自己相信现在抛出股票的做法是"疯狂的"。只是他没有接着说，"如果价格大幅下跌的话，我应该买入一些股票"，他的话或许有助于稳定市场行情。接着又有谣言说如果市场行情再下跌的话，巴菲特能赚5亿美元。他们三个人的话并没有让我感到宽心，反而觉得害怕和备受折磨。

接着就是一些奇怪的图表。卢氏公司报告说，在20世纪90年代后半期，该公司由于预测市场行情将会下跌而损失了数亿美元。卢氏公司的副主席劳伦斯·蒂施经常研究美国1929年股市大崩溃时道琼斯指数的走势图和日本日经指数在从40 000跌至10 000期间的走势图。现在，道琼斯工业指数和纳斯达克指数也出现类似的情形，令人毛骨悚然。

2001年9月21日早晨：昨天晚上，布什总统做了被大多数人称为历史上最好的美国总统讲话的演讲。他说我们的悲伤化做了愤怒，而我们的愤怒又化做了行动，我们要让敌人接受正义的审判。布什总统的讲话后证券市场行情反弹，但是接着觅母就召集了它在法国的力量炸毁了一家化学工厂。恐惧在四处蔓延，爆炸事件足以引起证券市场历史上最大幅度的衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我卖空无担保认沽权证，这使我处在一种特殊的未平仓状态中，这种状态很可能使我一无所有。我的经纪人就像觅母的表兄弟，命令我补仓。

2001年9月21日晚上：啊！觅母会像我们对待马和牛那样来对待我们：让我们成为它的财产，它的奴隶，它的食物。多么可怕！但是不管怎样，动物也会反抗那些征服它们的人……

我估计道琼斯工业指数在今天8 235点的水平上还有巨大的上升空间，而像那些自作自受者和其他一些怪物一样的觅母，将会在它们看似胜利的大火中灭亡。

2002年1月8日：道琼斯工业指数目前是10 150点，让人极度兴奋。原来在100～200美元的价格出售的看跌期权价格已经跌至几美分。情形就像1997年我投资于泰国银行的股票时那样，不同的是，现在我做的是空头而不是多头，因此我是赚钱的，损失的是觅母。觅母自己已经爆炸了，它死了。

2002年3月9日：我看晨报时一个标题跃入我的眼帘：《巴菲特：市场无盛宴》。"'我们对股票的热情很有限，这是因为我们所能预测到的未来10年左右的时间里，股票行情变化的前景不那么让人乐观，'巴菲特在他写给股东的年信里说，'查理和我相信，随着时间的流逝，美国企业的状况会好起来的，但是我们也认为今天的股权价格能带给投资者的回报只是中等水平。'"

不，不，不！毫无疑问，觅母并没有死！它什么时候才会消亡呢？只有当人们意识到必须为自己着想的时候：实现自己的价值，相信自己的创造力，不但要更长寿，而且要过得更好，把钱借给那些具有好创意的人们。

2002年3月31日：自去年世贸大厦被袭击之后，股市持续低迷。从那时到现在的这一段时间里，股市上涨了20%。或许觅母和它带来的阴影终于过去了。

2002年7月23日：我心情很沉重，以至于几乎要卧床不起了。我想一睡不起，来逃避觅母，只要我是清醒的，它似乎就无处不在。去年"9·11"事件之后，我买入了一些股票，在我出国之前却忘记卖出了。几个月后，我一回来就发现我的账户缩减到了惨不忍睹的地步。我害怕，深深地感到害怕。

2002年9月10日：明天就是"9·11"事件发生一周年的日子，每个人都害怕明天会发生一些更可怕的事情。或许是一颗脏弹，喷射出放射物？S&P期权上涨了10点，以911点收盘。今天纽约发行的彩票号码是9－1－1。任何一个理智的人都会认为这是巧合。但是或许我们已经超越了理性，或许觅母已经签下了它的名字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年 9 月 17 日：上千件被 20 世纪 90 年代的繁荣所掩盖的让人无以言表的可怕事件被媒体和调查人员从黑暗中揭发了出来。泰科的 CEO 丹尼斯·科兹洛斯基被指控伙同公司的 CFO 诈骗公司 6 亿美元的巨额资金。根据泰科存放在证券交易委员会的档案，科兹洛斯基为他妻子在意大利撒丁岛的生日宴会动用了公司 100 万美元的资金。该宴会的节目包括角斗士欢迎会，以及让服务员用输液器把俄罗斯红牌酒和伏特加酒注入一个冰雕小男孩的身体里面。科兹洛斯基也邀请了泰科的其他几位高层经理人，并把这次宴会的开销当成公司的业务支出。

觅母喜欢这样干，我能听到它嘲弄的笑声。

2002 年 10 月 2 日：一周的时间快要过去了，而在这段时间里，再没有诸如伪造收入报表或者在公司董事眼皮底下出现欺诈行为的事情被公布于众。美国司法部门从 2000 年初起立案四百多起，对可能存在的公司欺诈行为展开调查，并对五百多人以公司罪的罪名提起了诉讼。安然的 CFO 戴着手铐出现在法庭上，泰科的 CEO 和 CFO 也同样如此。世界通信前总会计师篡改财务报表，虚增 50 亿美元的利润，面对指控，他表示服罪，他将要在监狱度过 5 年的时间。现在众多被调查的分析师不再写研究报告，因为没有人再相信他们的报告了。

海底电缆公司、世通公司、安然等公司的股票在 20 世纪 90 年代都是黄金股票，现在这些公司都破产了。觅母就以这些消息为生。我觉得觅母变得越来越强大，越来越大胆，它将证券市场当成了它的食物。光看看下面这些数字就让我觉得头痛：纳斯达克在 2000 年初升至其历史最高点，而到了 2002 年 10 月 4 日，下跌了 3 908 点；道琼斯工业指数从 11 700 点下跌至7 528 点。

表 1.1 觅母的时间表

时间	事件
1996 年 12 月 5 日	美联储主席格林斯潘发表《非理性繁荣》的讲话，同时也打开了潘多拉的盒子，为关注市场的“财富效应”提供了理由。
1997 年 10 月 20 日	美国司法部门起诉微软，理由是计算机用户如果要使用 Windows 95，就要安装微软公司出品的浏览器。
1998 年 5 月 18 日	美国 20 个州对微软提起反垄断的诉讼。
1998 年 8 月 7 日	美国驻肯尼亚首都内罗毕和坦桑尼亚首都达累斯萨拉姆的大使馆发生爆炸事件。
1998 年 8 月 20 日	美国总统命令对本·拉登采取报复性的轰炸行动，本·拉登在袭击前一小时逃离。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

时间	事件
1999 年 7 月和 9 月	《财富》上刊登了沃伦·巴菲特在 11 月发表的私人讲话，并预言说美国股市将会持续低迷一段时间。
1999 年 12 月 5 日	法官判决微软利用其垄断地位抑制创新。
2000 年 2 月 17 日	格林斯潘示意将会进一步提高利率，他说证券市场收益会催生出更多的需求，但是却没有相应的供给来满足这些需求。
2000 年 2 月 18 日	一个名为《锅炉房》的电影上映了，内容讲述的是靠不住的经纪公司欺骗无知客户的故事。评论家约翰·比彻姆发表评论说："这部影片很具警示性，向我们很好地展示了对金钱的欲望是如何腐蚀我们的。"
2000 年 3 月 1 日	沃伦·巴菲特在伯克希尔的年度报告中对股东说，"从投资者的表现看，他们对未来收益的预期过于乐观了。"
2000 年 3 月 8 日	阿尔·戈尔成为民主党的总统候选人，他指责了一些大型企业。
2000 年 3 月 10 日	纳斯达克升至历史最高点 5 048。
2000 年 3 月 14 日	克林顿和布莱尔动员公众立即行动起来，帮助私人公司搜集原始的基因资料。"染色体是属于人类每个成员的，"克林顿说，"我们必须保证人类基因研究的好处不是以金钱而是以改善人类生命为目的的。"纳斯达克下降了 200 点，下跌至 4 706 点。"现在经营企业是一件可怕的事情，"基因公司塞莱拉的创立者兼总裁克雷格·温特说，"他们没有对一家上市公司做基因研究工作并免费公布研究结果的行为表示赞赏，反而在抱怨，因为我们的成本更低，做得比他们更快。"
2000 年 4 月	罗伯特·希勒，一位在格林斯潘发表《非理性繁荣》的讲话前两天向其做了简短介绍的经济学家，出版了《非理性繁荣》，该书成为各家媒体争相报道的对象。
2000 年 4 月 3 日	法官判决微软违反了反垄断法，纳斯达克下跌了 349 点。第二天，纳斯达克下跌 575 点，跌至 3 649 点，收盘时反弹至 4 148 点。
2000 年 10 月 12 日	在也门亚丁港口的美国军舰发生自杀性爆炸事件。
2000 年 9 月 7 日至 12 月 13 日	美国佛罗里达州总统选举的选票被反复清点，这一事件带来的不确定性让美国人普遍觉得不舒服。戈尔于 12 月 13 日退出总统大选。在这 5 个星期里，纳斯达克下跌了 17%，标准普尔指数（S&P）下跌了 5%。
2001 年 9 月 11 日	恐怖分子摧毁世贸大厦，使曼哈顿的大部分地区经济受挫。五角大楼也遭到袭击。
2001 年 9 月 21 日	美国股票遭遇 70 年以来最低迷的一周。
2001 年 12 月	安然申请破产保护。
2002 年 1 月	美国海底电缆公司申请破产保护。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

时间	事件
2002 年 6 月	阿德尔菲亚公司申请破产保护，其 CEO 被指控有欺诈行为。
2002 年 6 月	安达信因在安然一案中有妨碍司法公正的行为而倒闭。
2002 年 7 月	世通申请破产保护，其 CFO 和总会计师被指控犯有欺诈罪而被捕。
2002 年 9 月	泰科前 CEO 和 CFO 因贪污公司 6 亿美元资金而被起诉。

啊，现在我全明白了。自始至终觅母都知道 20 世纪 90 年代泛滥的乐观思想让人无法接受衰退的事实。市场行情下滑的时候，觅母不想让任何卖空者仍然具有偿债能力。现在，市场和企业都因为公众的轻视态度而受到惩罚。

90 年代的热情过后留下了一个真空。维克多·弗兰克尔说：“人类和动物不一样，人不是本能地去干那些必须做的事情；现在的人和以前的人也不一样，现在的人也不再依据传统的观念和价值观来决定应该做什么。现在的人们既不清楚必须做什么，又不清楚应该做什么，有时甚至不知道自己最基本的欲望是什么。相反，别人做什么，他就做什么，这是盲目因袭的态度；或者他做那些别人希望他做的事情。”我担心这样会带来不好的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章
对收入的不实宣传

这个可怜的家伙甚至不知道净利的10%几乎等于什么都没有。

——马里奥·普佐，《末代教父》

让我们一切从头开始。从消息最不灵通的外行到最博学的教授，每个人对证券市场的最基本的了解就是公司的收入决定投资者的回报。每本金融教材的第一章、投资基础课的第一讲以及每条新闻报道的内容大致都赞同以下观点：

- 公司收入的增减和市场行情的涨跌是一致的。
- 收入增幅越大，市场回报就越多。
- 买入一只股票的最佳时机是该上市公司收入上涨的时候。
- 股票市盈率太高的时候，就要卖出股票。



以上这些看法全都是错误的。在本章接下来的内容里，读者将能看到，上述这4个观点和实际的收入与回报的经验关系是相反的。投资者无论是从商学院的课堂上，还是从报纸上的证券市场栏目里学到的有关收入与回报之间关系的一切观点都是错误的。



为什么人们这么轻易就接受并相信这些错误的观点呢？和所有夸大失实的宣传一样，上述观点都吸引人、肤浅并看似有理。进行夸大失实宣传的人的利益和这些宣传所针对的目标人群的利益是对立的。有没有什么好的办法能有效地监控宣传者的权力和收益，防止他们鼓动投资者频繁地买卖股票，从而将投资者本来应得的收益给宣传者呢？

诚然，专业人员对某只股票的评价是在对收入、现金流和股利的状况进行折现分析的基础上做出的。“不要蔑视权威”只是宣传格言之一，如果投资者不假思索地按照这个说法进行投资活动的话，那么这里面包含的错误信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息足以给他们带来巨大的损失。

股票行情每天都受市场中一些不稳定因素以及一些随机变化的影响。从短期来看，市场在持续几天的高涨行情之后就趋于下跌，反之，在经历了几天的低迷行情之后，就趋于上涨。这种短期变化更多地取决于投资者的预期是悲观还是乐观，将市场行情的变动归因于上市公司收入的变动是不正确的，这样做也会造成市场机能不良，因为无论新闻报道如何描述公司预期收入的增减对股票行情的影响，也无非就是诱使投资者进行交易，而且是遵循错误的方法进行交易。然而，如果公众认识到了这一点，他们可能也意识到不那么频繁地进行交易更符合他们的利益。投资者的这种觉醒也意味着那些更成功、更强大的市场玩家手中的权力被弱化，他们从投资者身上获取的额外利益也减少了。

市场中流传的这些有关收入与回报的错误观点，除了有助于维持华尔街约定俗成的运作方式以外，还给其他持不同立场的市场玩家——那些和美国企业以及市场没有联系的人打开了方便之门。公司若对外公布收入前景不佳的状况，就会让投资者的预期变得悲观，继而认为企业经营出现问题，结果导致公司股票价格下跌。这样一来，人们就更有理由认为无论是过去，还是现在，甚至将来，美国经济的实际状况都比表面上看起来要糟糕。一群守旧的金融学者发表看法说，市盈率高于20世纪30年代的水平时，股市就可能会急剧下跌。当市盈率升高而股票价格又碰巧在接下来的时期下跌的时候，这些学者会觉得骄傲无比。

这些研究反过来为追求价值型股票的投资者注入了活力，他们仍然很崇拜本杰明·格雷厄姆，虽然他们模仿本杰明的投资方式至少足以让他们破产两次，而且让他们错过了20世纪80年代和90年代牛市时期的赚钱机会，那个时候，道琼斯工业指数上涨了14倍。雷－格雷厄姆共同基金只在1976年真正在实际投资活动中运用过格雷厄姆的方法。如果将股利用于再投资，一开始就购买雷－格雷厄姆共同基金的投资者10年后所获的回报，比将同样金额的钱投资于S&P 500指数所能获取的收益要少。

如果上市公司过去、现在和将来的收入都很可观，而股票价格却不断下跌，那么那些错误观点的散布者和支持者会欣喜若狂。不过不幸的是，这样的情形从来没有出现过。当他们等待这样的好时机出现的时候，却事与愿违地发现自己错过了所有赚钱的大好时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模糊测度

事实上，市场行情的变动具有太多不确定性，市场时机变幻莫测，收入比较和预期反复变化，因此我们不能太依赖它们。

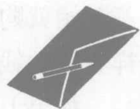
1989 年《洛杉矶律师》上发表的一篇文章对净利润的百分比做了突出的介绍，文章作者是斯蒂芬·西尔斯和伊凡·亚历克罗德。文章中提到，不到5%的电影是为了“参与”而不是为了挣钱。1994 年的一部电影名为《阿甘正传》，在所有的电影中它应该是最成功的，毛利润为6.5亿美元。电影剧本作者是温斯顿·格鲁姆，他和电影公司签有一份合同，约定他可以提取净利润的3%作为报酬。但是格鲁姆惊讶地发现派拉蒙公司报告说该电影亏损了6 000 万美元，因为它提取了32%的佣金，目的是“为了弥补公司以后拍摄电影可能会遭到的损失”。（这部电影里的明星汤姆·汉克斯对好莱坞的做法更有经验，接受了更多的法律建议，在签合同时约定报酬是毛利润的一定比例。格鲁姆起诉公司，要求派拉蒙做出给予他该电影最终获得的毛利润的一定比例作为报酬的承诺，而这是不可能实现的。）

格鲁姆体会到了收入易逝的本质。不幸的是，投资的成败常常是悬而未决的。

检验这些看法

精明的作者知道，只依靠对市场行情的变动做出常规的解释是不能维持太久的。但是大部分投资者都被这些有关公司收入与市场收益率的关系的说法给蒙骗了。为了保证我们的读者不被欺骗，我们将对上述提到的、被普遍接受的看法逐一进行验证。

首先，很有必要检验收入与市场收益率之间的实际联系。有太多不同的超前和滞后[①]，以及比率要进行检验。揭示这些联系的最好方法是散点图，这将在第八章讨论。根据这些数据在坐标图上确定点的位置，如果它们都落在最优线的附近，说明两个变量之间的相关性比较大。如果点在最优线的附近显得杂乱无章，两个变量之间的相关性就比较弱。每张图使用的收入数据都来源于2001 年的标准普尔证券价格指数记录（S&P Securities Price Index Record），并用目前的数据进行了



① 超前和滞后都是时间序列分析中的专业名词。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更新，市场收益率的数据都来源于伦敦商学院关于全球市场的无所不包的数据库，这将在第九章里详细讨论。

我们先对同一年度的收入与市场收益率之间的关系进行分析。人们都假设股票价格随着上市公司收入的下降而下跌，随着收入的增加而上升。但是，它们之间的关系并不是这样的。事实上，它们的关系恰恰与上面所说的相反：

1. 如果S&P 500指数下的公司在某一年的收入增加，那年的股市业绩很可能就会低于平均水平。

2. 如果某一年收入下降，其股市业绩反而会高于平均水平。

这种反向的关系可以在图2.1中看出来。注意最优线是从西北象限向东南倾斜的。从统计学上来讲，这个特点就是说两个变量之间存在负相关的关系。当收入下降的时候，股票价格上升的可能性比下跌的可能性要大。（除非另有说明，y变量和x变量——也就是因变量和自变量——在本书中的单位都是以百分数来表示的。）

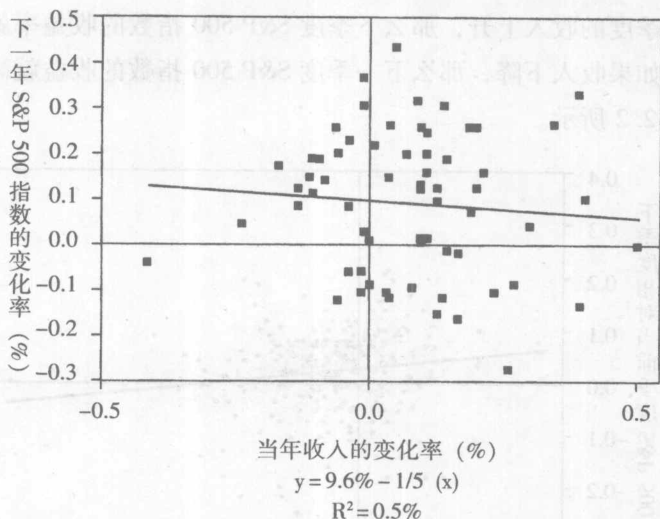


图2.1 作为预测下一年SPX变化依据的当年收入的变化，1937～2001

来源：标准普尔证券价格指数记录

在我们研究的65年中，有22年的收入是下降的，而S&P 500指数的收益在这些年中上涨了14.2%。而在其他43年中收入上升的时候，S&P 500指数的平均年收益为4.9%。

我们利用回归分析方法计算一个公式，从公式中可能看出当年的收入与下一年的市场收益率之间存在负相关性，公式如下：

$$9.6\% - 1/5\ (\text{S\&P 500}\ \Delta)$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，假定S&P 500指数的收入一年增长22%，将这个数字代入上面的公式，即9.6% -1/5 ×22%，结果为5.2%，这就是说，可能预测到S&P 500指数下一年的市场收益率将为5.2%。同理，如果收入下降22%，我们也可以预测下一年的收益率将为14%。

这个公式的拟合优度①为5%。换种说法就是，如果一个人不知道当年收入的变化是多少，那么2002年S&P 500指数的预计收益率是9.6%，这是每年变化幅度的平均值。这样进行预测的误差比较大，与知道收入变化幅度时的预测结果相比，准确性要下降0.5%。

假定每年的收入和S&P 500指数的收益率之间存在相反的关系，那么紧接着又出现一个问题，即每季度的收入和S&P 500指数的收益率之间的关系也是这样吗？是的，答案是一样的，每季度的收入与S&P 500指数的收益率之间的关系和上面讲过的年收入与S&P 500指数的收益率之间的关系是一样的。下面的散点图表示了二者的关系。同样，坐标图中的点还是聚集在从西北至东南部分，这表明两个变量之间是负相关关系。

如果某季度的收入上升，那么下季度S&P 500指数的收益率就可能低于平均水平，如果收入下降，那么下一季度S&P 500指数的收益就高于平均水平，如图示2.2所示。

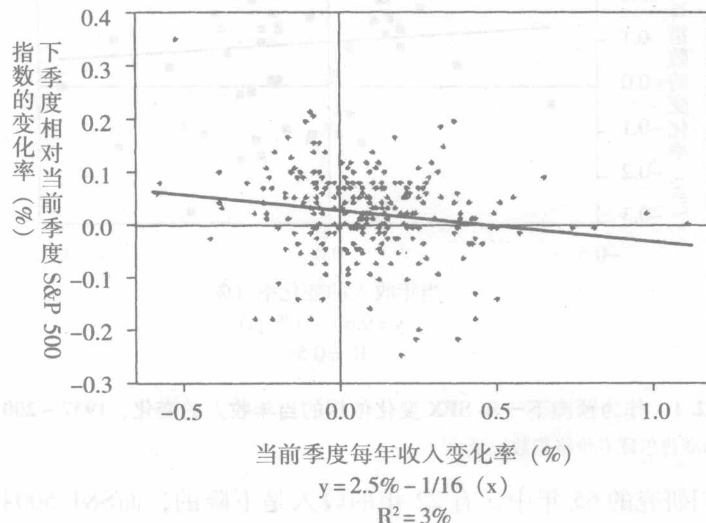


图2.2 以本季度收入的变化率为因变量，预测下一年SPX的变化

来源：标准普尔证券价格指数记录

---

① 也叫决定系数，表示样本回归线与样本观察值拟合的程度。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们运用长达 65 年的数据做了回归分析，得出了一个公式，在这 65 年中，S&P 500 指数每季度的收益率都基本保持在 2.5% 水平。根据本季度的收入预测下一季度市场收益率的公式是这样的：

下季度收益率 = 2.5% − 1/16 × S&P 每季度收入的变化率

这个公式的拟合优度是 1%。因为参照前面所采用以年为单位的 40 个样本观测值，这个公式是在对 258 个季度的数据进行分析的基础上提出来的，所以，仅仅由于测量偏差所造成的误差小于 0.5%。

在试着从收入与市场收益率的数据中寻找二者之间因果关系的过程中，我们还意外地发现另外一组函数关系（见图 2.3）。市场中流行一个很古老的说法，即股票能够预测经济衰退。但是，我们在对收入与市场收益率之间可能存在的各种关系进行检验之后，发现 S&P 500 本季度的市场收益率可以预测下季度的利润将会发生的变化。它们之间的关系如下所示：

下季度收入的变化 = 2% − 1/3 × 上季度的市场收益率

这个公式的拟合优度为 3%。从统计学上讲，以 258 个季度的数据为样本容量，其准确性是相当高的。当然这个公式是用来预测收入而不是预测市场收益率变化的。

我们的读者之一比尔·伊根对我们的结论进行了检验。比尔在原来分析化学专业的基础上又攻读了实用统计学的博士，能够做到这一点的人不多，

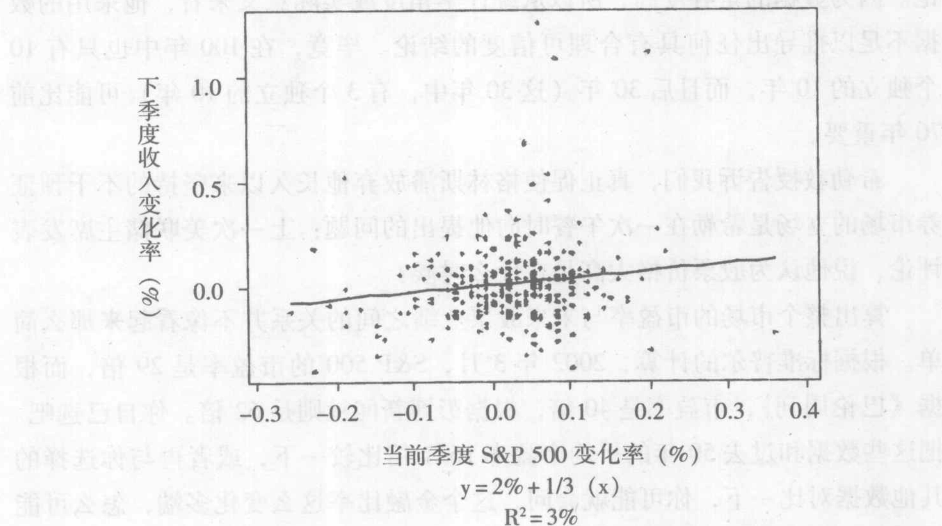


图 2.3　以 S&P 500 本季度市场收益率的变化为因变量来预测下一年的收入

来源：尼德霍夫投资公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，他的妻子是一位心理测量学家。所以，他们夫妇二人都很精通统计。他们以一些独立的数据为基础进行了独立的计算，而这些数据能够证实我们的结论。运用1962～1994年间每周的收入及市场收益率的数据，伊根夫妇还发现利用S&P 500的收益率可以很好地估计未来的收入，但是收入本身的变化与未来S&P 500市场收益率的变化是相反的。

这些回归方程不能用来解释股票收益率过去的变化，而只能解释股票收益率的部分变化。这种方法虽然有所欠缺，但是对于投资者来说，也比像是风中的草那样被财经媒体折磨要好，更比因为把自己的命运与“净利润”相连而遭到一无所有的结局要好。

不理性的比率

一般大家都认为，低市盈率代表着高收益，而高市盈率代表着低收益。这种看法在1996年12月5日格林斯潘在美联储会议上发表的讲话中有突出的体现。耶鲁大学教授罗伯特·希勒在会议的前一天向格林斯潘提交了一份关于市盈率的研究结果，其中提到了“非理性繁荣”这个说法。希勒在《非理性繁荣》一书中提出这样的看法，即高市盈率代表不好的市场业绩，而低市盈率代表好的市场业绩。他把为期10年的市盈率进行平均，和上一个10年的市场收益率进行分析对比，得出了上述结论。因为数据的重叠度高，所以从统计学角度或实际意义来看，他采用的数据不足以推导出任何具有合理可信度的结论。毕竟，在100年中也只有10个独立的10年，而且后30年（这30年中，有3个独立的10年）可能比前70年重要。



希勒教授告诉我们，真正促使格林斯潘放弃他长久以来坚持的不干预证券市场的立场是希勒在一次午餐时向他提出的问题：上一次美联储主席发表评论，说他认为股票价格太高是在什么时候？

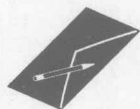
算出整个市场的市盈率与未来股票业绩之间的关系并不像看起来那么简单。根据标准普尔的计算，2002年3月，S&P 500的市盈率是29倍，而根据《巴伦周刊》，市盈率是40倍，根据彭博新闻社则是62倍。你自己选吧。把这些数据和过去50年的平均市盈率16.1倍比较一下，或者再与你选择的其他数据对比一下，你可能就会问，这个金融比率这么变化多端，怎么可能从中找出规律性的东西来？

对于市盈率的数据存在差异这一问题，没有什么容易的解决方法。许多以日历年度为一个核算期限的公司都是在每个年度结束后，即第二年的4月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中旬才公布财务报表，这样常常很难判定某个市盈率的值是否反映了公司过去12个月的报告收入或日历年度收入状况。还有不确定的一点，就是在计算整个证券市场市盈率的时候，是否也将亏损公司（也就是说收入为负值）包括在内？另外一个问题是收入会被修正，结果就是公司最初报告的收入数据和从那时开始许多年以后最终显示在报表摘要、价格记录及数据出处中的数据有很大的出入。

看看历史上的情况就会发现，市盈率与市场收益的关系是不确定的、模糊的。1929 年的证券市场市盈率为 30 倍，而接下来的几年市场收益却惨不忍睹，人们经常以这一事实作为证据来证明市盈率与市场收益之间存在可预测的关系。但是在 1970 年初，S&P 500 的市盈率为 16 倍，随后的 5 年中每年的收益率为 -6%。1994 年初，市盈率为 21.3 倍，而接下来的 5 年中每年的收益率为 21%。



我们用什么方法能够系统、科学地确定市盈率与市场收益之间的关系，而不是仅仅依靠偶尔发生的事件或者模糊的观念？如果市盈率与市场收益之间真的有联系，那么确定这一关系的第一步就是要收集资料，也就是收集投资者在买卖股票时依赖的信息。为了获取资料信息，我们使用了标准普尔价格指数记录过去的印刷本。我们研究的数据范围是从 1974 年到 2001 年。

接下来就是要利用散点图分析了。图 2.4、图 2.5、图 2.6 分别表示当年年初的市盈率与随后 1 年、5 年和 9 年的 S&P 500 市场收益之间的关系。

从图中可以看出市盈率与市场收益关系的不稳定性和时间敏感性。图 2.4 和图 2.6 分别表示市盈率为随后 1 年及 9 年市场收益之间的关系。图中的最优线稍稍从左向右倾斜，表示两个变量之间，即市盈率与市场收益之间存在轻微的负相关关系。换句话说，如果某年年初的市盈率很高，那么对随后 1 年及 9 年的市场收益有虽轻微但是在统计上却很显著，几乎是随机的负面影响。

图 2.5 中最优线是水平的，说明当年的市盈率和随后 5 年的市场收益之间没有什么联系。在那段时间里，无法根据市盈率来预测市场收益。

希勒在他 2000 年出版的《非理性繁荣》一书中略掉了图 2.5，也没有以其他不同的时间期限为基础，利用回归分析方法对市盈率与市场收益进行计算并做出图表，来表示市盈率与市场收益存在正相关关系的例子，因为从中看不出证券市场是“非理性繁荣”的。罗伯特·希勒的这本书还存在一个问题，那就是虽然他使用了整整一个世纪的数据，但是由于他以 10 年为一个时间段，所以从统计学的角度讲，也就只有 10 个样本，因为 100 年只有 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个互不重叠的10年。而你能从任何一个统计学家那里得知，样本量少于30，就得不出很稳定的结论。

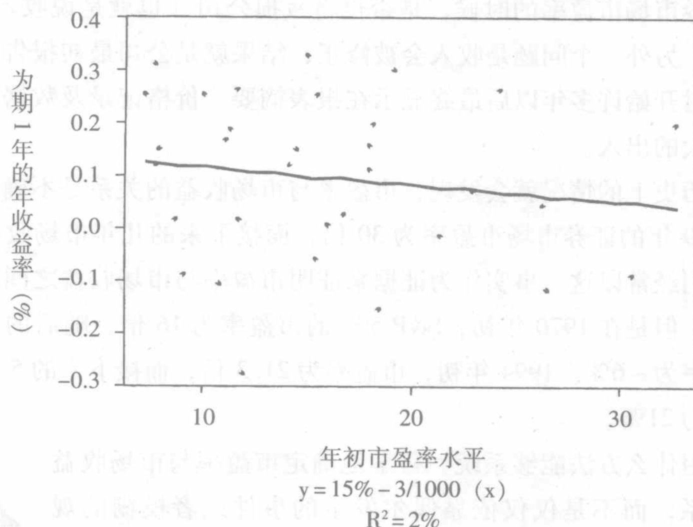


图2.4 以当年年初的市盈率为因变量预测为期1年的收益

来源：标准普尔证券价格指数记录

总之，我们的研究结果表明，1950～2001年间，市盈率与市场收益之间的关系毫无规律可循。我们并不是唯一得出这样结论的人。肯尼思·L·费希尔和迈尔·斯塔特曼在一项权威的研究中，对1872～1999年间的数据进行了分析，也得出结论，认为根据市盈率不能对未来市场收益做出可靠的预测。"当年年初的市盈率与随后1年或2年的市场收益之间从统计学上看没有显著的相关性。"他们在研究报告中写道。

在发给我们的一封电子邮件中，费希尔提到希勒的结论，说它是"奇怪的假设"。"希勒工作小组更像是在做数据发掘工作，"他在信里写道，"如何划分市盈率的高低没有什么实质差别，根据市盈率不能对市场收益做出有效的预测。"

由于计算市盈率的方法导致计算结果有偏差，所以市盈率与市场收益之间表现为负相关的关系。这种偏差产生的原因在于一向很少被注意到的事实，即以日历年度为一个核算期的公司对外公布收入的时间不是每年的年末，而一般是在一个年度结束后1～3个月后公布的。如果到了那个时候，收入增加，那么当年的收益将会显得很高。这样就导致了对市盈率的扭曲，从而使市盈率与市场收益之间表现为相反。而这正是希勒想要的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

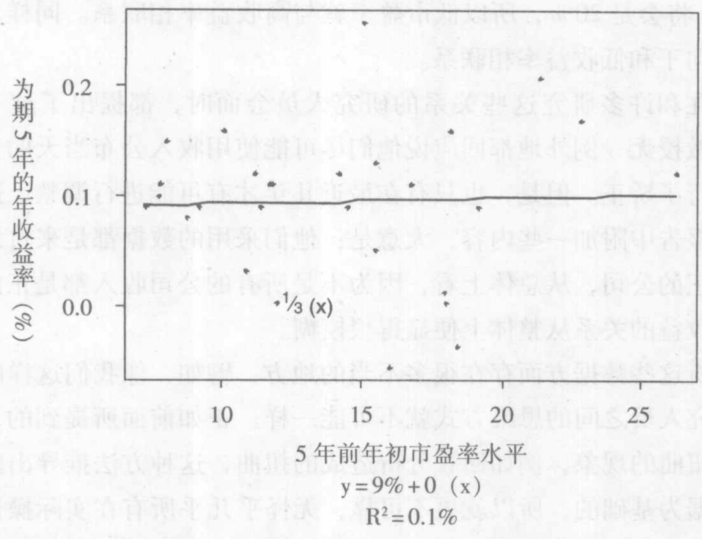


图 2.5　以当年年初市盈率为因变量预测为期 5 年的市场收益，1974～2001

来源：标准普尔证券价格指数记录

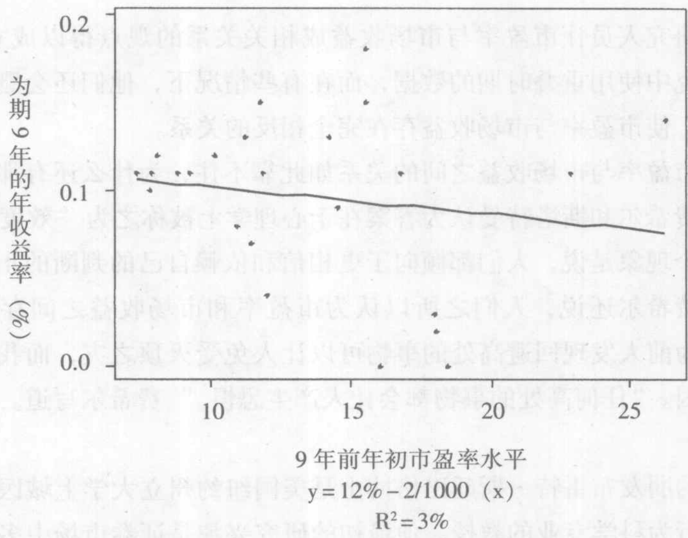


图 2.6　以当年年初市盈率为因变量预测为期 9 年的市场收益，1978～2001

来源：标准普尔证券价格指数记录

例如，假定市盈率始终是 10，每年 12 月 31 日某一只特定股票的价格是 100，那么其可能的收入就是 10。假定第二年 3 月份，公司对外公布收入，收入令人欣喜地增加到了 12 美元。那么与此同时，股票价格也会上升至 120 美元。但是在数据档案里，市盈率的计算方法是用上年年末的价格除以第二年 3 月份公布的收入，即 100/12，为 8.5。这样一来，收入公布时的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"收益率"将会是20%，所以低市盈率就与高收益率相联系。同样，高市盈率也就倾向于和低收益率相联系。

我们在和许多研究这些关系的研究人员会面时，都提出了这一偏差问题。这些教授无一例外地都回应说他们尽可能使用收入公布当天的价格对这一偏差进行了矫正。但是，也只有在最近几年才有可能进行调整。这些教授们总是在报告中附加一些内容，大意是：他们采用的数据都是来自那些在年中收入为正的公司，从总体上看，因为不是所有的公司收入都是正的，市盈率与市场收益的关系从整体上便显得很模糊。

在分析这些数据方面存在很多不当的地方，譬如，像我们这样的怀疑者与学术研究人员之间的思维方式就不可能一样。正如前面所提到的，还存在其他一些扭曲的现象，例如回顾分析造成的扭曲，这种方法推导出的结论是以历史数据为基础的，所以就更不可靠，无怪乎几乎所有在实际操作中应用低市盈率代表高收益的观点的基金业绩都很惨淡。就算所有错误的计算结果都可能支持希勒提出的结论，事实还是表明市盈率与市场收益之间没有固定的联系。

学术研究人员让市盈率与市场收益成相关关系的观点得以成立的做法，就是在研究中使用重叠时期的数据，而在有些情况下，他们还会删掉一些近期的数据，使市盈率与市场收益存在完全相反的关系。

既然市盈率与市场收益之间的关系如此靠不住，为什么还有那么多人都相信呢？费希尔和斯塔特曼认为答案在于心理学上被称之为"效度错觉"的现象。这个现象是说，人们都倾向于更相信和依赖自己的判断的正确性，而非事实。费希尔还说，人们之所以认为市盈率和市场收益之间存在负相关性，是因为前人发现回避高处的事物可以让人免受灭顶之灾，而我们遗传了他们的基因。"任何高处的事物都会让人产生恐惧。"费希尔写道。高市盈率也是这样。

我们的朋友布雷特·斯廷巴格博士是美国纽约州立大学上城医学院的精神病学和行为科学专业的教授。他最初的研究兴趣是证券市场中多变的行为模式。他在2002年5月发给我们的一封电子邮件里暗示说，第二种类型的错觉可能出现并正在影响人们的行为：

> 伦敦商学院的一组研究人员最近完成了一项研究，结果表明交易人员表现出了高度的控制错觉，交易业绩也稍低于平均水平。
>
> 衡量控制错觉的办法是让交易人员在电脑上做一个游戏，内容是猜一串数字，然后再评估他们的自信心，交易人员不知道数字是随机变动的。自信的交易人员会从抛硬币中总结出抛掷规律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我认为交易人员和投资者关注收入的原因和行将就木的人们关注来世的原因一样，这也是“9·11”之后人们马上需要“预言家”的原因。面临不确定性，人们总想理解并控制，因此会接受对不确定性的任何解释，而不愿意处于不明不白的状态。控制错觉总比没有感觉要好。

这就是恐慌症病人都要对他们的病做一个详细假设的原因。如果他们是在购物商场经历恐慌，那么他们就会回避商场，如果恐慌是在他们思考一个特定话题时发生的，那么他们会有意识地逃避这个话题。我在自己出版的书中援引了一个例子：一个人在两州交界的高速公路坡道上出了事故，从那以后，他再也不敢在坡道以及其他类似的地方开车。

诸如此类的逃避意识为病人在实际生活中带来了很多问题，也加强了他们的错觉，让他们认为可以控制自己的焦虑情绪。从这个角度来看，媒体疯狂炒作收入与未来股票价格之间的关系的举动可以被看做是对威胁和不确定性的反应。从中可能了解有关市场参与者状态的信息，甚至可以从中看到一些有关交易的信息，虽然这并非媒体的本意。

注意一下，在牛市和熊市时，财经新闻里有关评级的内容是如何被奉为圭臬的？那个时候就是电视观众感到需要为手里的钱找一个合适的投资目标的时候，他们既不想错失良机，也不想遭受损失，于是他们寻求答案和控制风险的方法就是求助于技术分析和基本面分析。

具有讽刺意味的是，人们很可能把那些评级当做相当准确的方法用来把握市场时机。



不实的公司收入宣传策略

以经济学家的眼光来看，公司的收入是在不减少公司价值的前提下，公司用于向股东支付的现金流。收入对企业的意义在于，企业获取收入就等于企业获取了现金流来保证其在不减少公司价值的前提下向股东派发红利，但是股东从企业的财务报表中看到的收入是会计收入，这个收入要遵循众多的惯例和假设，而且会计实务在不断变化。不幸的是，会计师、咨询师和经理人队伍中的精英们总是想方设法提出一些更复杂、更含糊的会计方法。正如达尔文和华莱士分析大量实例后在结论中指出的那样，企业采用上述会计方法编制的财务报表根本反映不出企业真实的经营状况。因此，书本里那些有关收入质量分析的内容就显得不合时宜了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举例来说，汉姆·列维首次发表于1980年的优秀论文《投资入门》就向读者提出这样的建议：高质量的收入是保守的、可用于分配的、稳定的、可持续的、国内的、可理解的、运营的和正常的。低质量的收入则是变化无常的、不规则的、不可预测的、一次性的、不现实的、夸大的、复杂的、离岸的并与金融交易有关。虽然这些例子都很有代表性，但是却没有《华尔街日报》以及其他财经刊物对时下会计实务操作所做的前沿性研究来得尖锐，就好像一本现在有关生产制造的书，却以19世纪中期的劳动分工为素材。

列维列举的"红旗"，包括长期审计报告、可变成本的下降和会计实务的改变，这些看起来更适合于新世纪。

为了保持股票价格居高不下，公司想尽办法让收入符合分析师的预期。会计师的角色常常是公司理想收入的促成者，而不是监管者或者独立的审查者。为了提防能看懂收入报表的人，分析师们都保留一份审查表，上面记录了做账时能够做手脚的项目，他们能从中区分报表信息的真假。我们归纳整理了一些目前流行的、能让公司的财务状况变得模棱两可的会计技巧。

1. 事前填写收入。尽管一项工程尚未结束，但是也对其将会带来的收入予以确认，纳入报表。

2. 借入。使用借入的资金制造公司发展的假象。

3. 资本化成本。有些公司将一些成本予以资本化，纳入资产范围进行核算，未来将该支出作为递延费用进行摊销。以美国在线为例，该公司将其向未来潜在客户销售软件的费用资本化，而不将这些费用当做成本在当期列支扣除。在处理软件开发成本等一系列成本方面，公司有足够的权限。如果公司的资本化成本突然增加，投资者要警惕。

4. 择时成本。通过操纵企业可自由处理的成本，如广告和研发费用，来虚饰收入。

5. 择时销售。通过增加或减少销售量的办法来虚饰收入的行为。

6. 并购清算账目1：注销研发费用。一家公司购买另一家公司时，所支付的购买金超过被并购公司资产的部分，一般被确认为无形资产和商誉，有些公司把多支付的这部分价款的大部分在财务上确认为无形资产，称之为研发费用。并购结束后，公司接着会将其注销，在财务上会导致出现一时的亏损。注销以后，该研发项目所产生的任何收益都不用抵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

补任何研发成本。为了更好地分析公司的整体经营状况，一个好的分析师会忽略注销，而将研发费用当做资产列在资产负债表中，并进行分期清偿。

7. 并购清算账目2：模糊。将大规模的并购和公司状况不佳的信息一起对外公布，让投资者难以将公司当期的收入与前期收入做有效的对比。

8. 并购清算账目3：商誉。将商誉在较长一个时期内进行分期清偿，与将其在很短的一个时期内进行分期清偿相比，对公司收入的影响要小一些。因此，那些在较长一段时间内将商誉价值予以分期清偿的企业就比较有优势。

9. 重组费用。公司重组发生的成本通常都会在当期以费用列支，在"大洗澡"（big bath）策略中，公司会"偶然"高估重组的规模，那么就可以逐渐地在未来时期纠正这一错误，为公司带来非现金形式的收益。

10. 巩固成果。广泛使用的"股权"方法使得公司可以将其附属公司的收入当成自己收入的一部分在报表中反映，而无须将其资产和负债反映在母公司的资产负债表中。

11. 资产注销费用。美国财务会计准则委员会第121号准则要求公司在某项资产所能为企业带来的现金流的价值低于其账面价值时，就要注销该项资产。由于企业资产未来现金流的预测是由企业经理人做出的，因此这项准则实际上给了企业很大的回旋余地。经理人可能会在公司收入低的年份注销某些资产，希望投资者把这当成是偶发事件。这样，未来资产的折旧分期清偿费用减少，未来的收入就会显得多一些。

12. 优先股账目。公司有很大的权限来决定是否要把公司管理人员及员工的优先认股权以费用形式在财务报表中列支，以及将其纳入财务报表核算时的方法。财务会计准则委员会提供了3种可供选择的方法。

13. 存货和应收款项。通过操纵流动资产，诸如应收账款和存货等科目，就可以操纵公司的收入。公司可以灵活估计存货的销售前景和应收账款的回收可能性。

14. 仓库。凭借储备、在证券市场上获取的一次性收入或者出售资产来增加收入。

15. 择时转换会计标准。提前或者拖延采纳新会计标准的时间来保持收入的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16. 更换审计。这意味着公司的管理层想要在财务报表的编制过程中玩弄花招来保持收入的增长势头。通常，如果公司业绩下滑，更换为其做审计业务的审计机构，其股票市场行情会受到不利的影响。在安然和安达信丑闻时期，许多公司利用这个机会将其审计业务转给其他会计师事务所，并因此得到了市场的肯定。

标准普尔的新标准

标准普尔证券评级公司介绍了一种计算收入的方法，可以在一定程度上减少收入被扭曲的问题出现。这种被称为“核心收入”的新措施对净收入做调整时将下列项目包括在内：

- 授予公司管理层或员工的股票期权的费用
- 公司经营期间的重组费用
- 公司注销的可分期清偿或可计提折旧的经营性资产的价值
- 养老金成本
- 并购中产生的研发费用

同时不包括下列项目：

- 出售资产的损益
- 养老金的收益
- 公司投资于证券市场可能得到的不确定收益

在有些情况下，按照上述方法调整公司收入，前后的结果差距是相当大的。例如，通用电气在 2001 年报告说其每股净收益为 1.42 美元。然而，如果按照标准普尔的方法减去养老金的投资收益，每股净收益就减少至 1.11 美元。思科在 2001 会计年度报告说每股净收益为 14 美分，但是如果按照标准普尔的方法减去股票期权的费用，其每股收益就变成 -35 美分了。

以上内容将帮助读者了解了各种操纵公司收入的手段和标准普尔的核心收入概念。

学生提出的问题

我们举办了一次午宴，和希勒博士会面，当时我们期望他会提出很多看法和观点。奇怪的是，希勒对于他提出的结论的可靠性和适用性表现得没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把握。他说，他的一个学生比约恩·图彭斯已经完成了一篇论文，文中对希勒的结论提出了质疑。"可能这个关系已经发生了变化或者不再有效了。"他告诉我们。

图彭斯的论文题目是《证券市场的可预测性：除去面纱的神话》。这篇论文进一步支持了我们的结论：



研究中采用的股票长期收益的资料数据存在重叠的现象，再加上股息收益率的不稳定，在对它们进行回归分析的时候，就产生了虚假的回归问题。这个回归关系（某年的股息收益率与随后一年和两年中的收益之间的关系）进一步支持了下面的观点：由于采用的数据是重叠的且数据样本太小，因此希勒提出的利用市盈率可能有效预测长期市场收益的观点是站不住脚的。

另一方面，希勒告诉我们，他仍然很自信地认为市场的低收益反常状况还会持续一段时间。同时，他还表示数量经济学的研究将会证实他和他的同事提出的市盈率与市场收益之间的关系是成立的。他在这里提出了一个很复杂、几乎不可能进行验证又涉及随机微积分计算的过程。这样得出的结论其实就是说，目前的市盈率对于远期市场收益的影响大于对近期市场收益的影响，所以对我们来说几乎就是无意义的。另外，我们经过对千百个这样的关系进行计算和检验后，发现这样一个关系和现实中的应用是完全相反的。

例如，事实看起来更像是这样的：2002 年末的市盈率比 1993 年的市盈率对 2003 年的市场收益有更强的影响。只有一个教授可能对此提出反对。

希勒告诉我们，他目前的兴趣在别的方面。

收入宣传如何发挥作用

投资者和学者信奉这些与经验证据完全相反的因果关系，这使我们去探究这种现象存在的更深层次的原因及其得以产生影响的方式。

我们在解释这些问题时吸收了研究虚假收入宣传时总结出的教训。市场中的宣传者与广告宣传者及政治宣传者一样贪婪，都是充分利用这些错误的关系误导投资者。2002 年，我们首次在 CNBC 的《金钱》专栏中提出市盈率和市场收益之间几乎没有什么联系的观点时——这和那些让投资者以错误的方式进行投资交易的标准示例是相反的——招致了众多人的反对。无数的专栏读者都怀疑我们结论的可信性，并写信来说获得艺术学士学位的劳雷尔应该回去弹钢琴，而维克多应该继续打壁球，因为他



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提出的经济学分析和他的对冲基金管理水平一样差。有人说我们完全曲解了学者关于收入的说法：重要的是预期而不是事实。对我们的观点最客气的说法是，我们把原本简单的道理——行情低迷的时候买入，行情看涨的时候卖出——给复杂化了。

还有其他的读者反对，说股票价格不是由对收入的预期决定的，而是由实际的收入决定的。如果将收入考虑进来，根本不能从中得到有关未来预期的任何信息，就更谈不上有什么影响了。

我们不认同这种说法。预期的修正一定和与实际收入的对比紧密相关。而且，就收入的修正对 S&P 500 收益的影响这一问题进行的很多研究中，没有一项研究结果能够表明这二者之间的关系是怎么样的。（有一个奇怪的结论说，收入预期的修正对几年后的市场收益有轻微的正向影响。）

专栏的文章还引来认为市场是熊市的人无休止的谩骂，下面这段话是其中的典型：

我认为你这个家伙在说谎，要么就是一个拙劣的记者。如果你在撒谎，你就是个拙劣的记者，所以你一定既是个拙劣的记者又在撒谎。做人要有良心，听起来你像是在做多头……那么只能得出结论说你是在做多头，你这是极不理性的行为，你亏了很多钱，而且你还会继续持有一直到死，你才和你的钱分开。

具有讽刺意味的是，我们在 4 月 1 日收到这封信，当时我们不是做多而是做空。



那段话对我们的中伤是一种典型的宣传技巧。宣传者想诱使人们采取对他们有利而不是对听者有利的行动。1939 年由美国宣传分析研究所发表的一篇名为《宣传的艺术》的文章，列举了散布虚假信息的 7 种基本技巧。为了让学校里的年轻学生也能理解，我们简化了这些概念，并给它们起了很好记的名字："中伤法"、"粉饰法"、"移花接木法"、"佐证法"、"平民法"、"洗牌法"、"巡游花车法"。

下面我们举例说明每种技巧是怎样被用来宣传虚假的收入、市盈率与市场收益之间关系的：

中伤法："只有瞎了眼的人才会在这种价位买股票。"

粉饰法：（将某事物与好字眼联系在一起，借好事物的光，使我们不经证实就接受或赞同另一个事物）"市盈率这么高，没有什么投资价值。"

移花接木法：（借用一般人普遍认可的人或事物来说明或代言欲宣传的东西，让人能将两者联想在一起，进而赞同它）"如果市盈率下降到格雷厄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姆和都德那时的水平，我们完全能够预测道琼斯指数。”

佐证法：（用一个人们尊敬或痛恨的人现身说法，证明某一事物是好的或是坏的）“资格最老、最精明的投资者等市盈率下降50%以后才会买入。”

平民法：（为了取信民众，传播者表现出亲民的一面，让人觉得他贴近我们的日常生活）“我了解得不多，但是上一次出现市盈率这么高而股息收益率这么低的情况是在1928年末。”

洗牌法：（依传播者的目的，只呈现有利的证据去美化某个事物，或只呈现不利的证据去丑化某个事物）“市盈率在1929年初高于20，而接下来的两年股票下跌了40%。”（忘记了1950年市盈率水平和1929年差不多，但是在随后两年内股票价格上涨了40%。）

巡游花车法：（运用从众心理，让人觉得大家都已经接受某事物或主张，自己也应该跟进）“没有哪个对冲基金经理能碰这么高的市盈率。”

关于收入与市场收益之间的关系，所有的虚假信息传递的频率有多高？铺天盖地的文章内容里都有这样的误导信息，即收入越高，市场收益就会越高。我们自己使用Google的搜索引擎在网上查找了一下，发现有270万篇文章里有“美国证券”一词，有130万篇文章里有“收入”或“利润”一词，有32.3万篇文章里有“乐观”或者其他与此同义的词，有7.5万篇文章有“收入”或“利润”和“悲观”或者与此同义的词。毫无疑问，这些词和我们的主题没什么关系。但是我们能够做一个粗略的估计，即在所有的文章里，有一半是在传播虚假的信息，它们无一例外地涉及了收入和证券市场。

观点持久的原因

不考虑宣传的技巧，理性的人通常都有一套方法用来纠正错误的观点，但这依赖于个人能否从谎言中辨别出真理。然而在证券领域，这一点很难实现，因为人们看得最清楚的就是市盈率和单只股票的收益。他们所知道的就是，如果他们持有股票的发行公司收入不好，他们就会有损失，反过来，收入好他们就会有收益。这是事实，但如果他们用这个观点去看待整个证券市场，问题就来了。

用这种观点看待整个市场犯了一个逻辑上的错误：错误的内容，错误地将观点扩大化，还有一个合成谬误①。

下面的思维方式就反映了上述的错误：

---

① 合成谬误，认为个体的特征也是整体的特征，即以偏概全。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- “如果我站在座位上能更好地欣赏音乐会，那么所有人都站在座位上的话，就都能更好地欣赏音乐会。”
- “菲利普和玛丽都是很优秀的歌手，那么他们将能组成一个优秀的演唱组合。”
- “得到金牌的人很开心，那么如果每个人都得到金牌，每个人都会开心。”

投资者把他们对单只股票的看法与对整个证券市场的看法混淆起来时，就犯了这样的错误：“如果公司收入高，我买股票赚得就多，如果公司收入低，我就赔钱，那么市场内所有的公司收入都高的时候，就是牛市，反之，就是熊市。”

用这种观点看待整个市场的错误在于，其假设在小范围内成立的观点也适用于更大的范围。这个错误通常用这个例子加以说明，即一个6英尺高的人不会在一个平均水深为1英尺的池塘里淹死。为了更好地表达我们的意思，一个比较恰当的例子是单个矿工挖山淘金的问题。尽管这个矿工挖得越多，山就会越小，但是如果不考虑土壤腐蚀、天气状况、山体滑坡和自然脱落以及其他数以百计的矿工挖掘的影响，我们根本无法对单个矿工的活动和山的大小之间的关系做任何假设。

同样的道理，每个人都知道，单只股票的价格从某种角度来看对收入有直接的影响。但是要用这种观点去看待整个证券市场体系和整个经济的利润水平，就需要忽略其他若干因素的影响，而这些因素的影响足以和山体滑坡的影响相提并论。例如，利率水平的升降、税收政策的变化和美联储的政策及干预。

一个相关的错误是区群谬误[①]——假设在大范围内成立的观点在小范围内也是成立的。这个错误在大多数对特定人群的饮食进行的研究中很普遍。例如，一个典型的研究会得出结论说，纤维的摄入能让人长寿。然而，这个结果不能具体化到对某一特定国家的某一个人建议说，要想长寿就多吃纤维。

有人就因为这个区群谬误而对我们提出的收入变化和股票价格之间存在相反关系的结论持怀疑态度。得知我们结论的人将结论予以具体化，他们说，如果我们的结论是对的，那么单只股票的收益和公司收入变化之间也是反向的了，这种看法正如健康研究没能明确说出特定国家内每个人的日常活

① 区群谬误，又称生态谬误，是一种在分析统计资料时常犯的错误。和以偏概全相反，它是一种以全概偏。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《逃出时刻》（苏珊·斯莱曼，2001 年）

动和饮食习惯之间的差别一样。受到这个错误影响的人忽视了证券市场内的行业差别和时间差别。这样，因为他们不能接受我们主张的收入变化与股票价格之间存在相反关系的说法，他们就拒绝，因为这和他们现有的观点是对立的。

这些错误观点得以持久的另一个原因无疑是对收入的定义很模糊，因此假设它和市场收益之间存在任何关系都很难进行验证。投资者是否将每年的市场收益与去年同期的收益进行了比较，或者将报告中的收益与预期进行比较？当前的预期，还是最初的预期？正式的预期还是谣传的数字？收益相对当前的商业周期来说，或者与同行业其他公司相比，是好是坏？哪种收入是关键的？经营收益？预计收益（pro forma earnings）①？按照 GAAP 核算的收入？经过循环调整的收益？还是净收益？

收益的模糊性正好暗示了问题的所在。我们的朋友拉里·利兹就这个问题的复杂性发表了一些看法。拉里负责一家对冲基金公司，专门从事股票零售业务，截至 2002 年底，这家公司连续 7 年的年收益率都为 42%。他喜欢在公司第一季度对外公布的收入不理想的时候买入股票。通常，公司在圣诞节期间的销售势头很好，因此在第二年的开始存货就会不足，所以其收入和

① 这种收入是公司把影响收入的不利因素剔除以后得出的，是不符合 GAAP 的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上年相比就不够好。而那些每年第一季度收入很好的公司因为圣诞节期间不景气，所以第二年存货充足，收入也就多。



不仅如此，公司还想出了很多方法使其财务状况变得尽可能好。CEO 运用洗牌法让分析师降低其对公司收入的预期，这样公司的收入就能超过分析师的预期，从而显得很诱人。

捉迷藏游戏升级

公司收入的失实宣传长期以来是华尔街日常工作的一部分，新闻记者则热衷于揭发做这种不实宣传的公司。作为一名新闻编辑，劳雷尔亲眼目睹了有些公司把握对外披露收入时机的技巧。如果符合 GAAP 的收入增加，那么公司会选择在即将收盘或者刚刚收盘时对外发布其财务报表，并在一个小时后安排一个电话会议，这样，公司的高层管理人员就可以向记者和分析师发表他们对公司下一季度收入前景的预期和看法。但是，如果连预期收入都不理想，对于公司来讲，最好的发布时机就是晚上，那个时候，大部分新闻杂志社都下班了，或者只有一个人在值班。小心翼翼地公布坏消息的最佳时机是在周五晚些时候，那时报纸编辑已经把周末商业信息版送去印刷，并且下班回家了。

任何一个初入行的记者都想发现公司收入报告中那些明显想转移大家注意力的话。入行后的第一周，记者就知道财务报告的第一段在对销售业绩做一番吹嘘之后，紧接着就会轻描淡写地说一下利润下降的情况。任何一个自重的初学者都不会错过报告的第十七段，其中有对审计师退出而不是结束对最新的财务报表审计工作情况的说明，或者会提到总经理史密斯，49 岁，马上就要退休，去发展其他兴趣，并把大部分时间用于和家人在一起。



但是，公司和记者之间的捉迷藏游戏在不断地发展变化，财经记者变得越精明，公司用来耍弄他们的方法就越巧妙。公司在这种游戏中锻炼出了一种惊人的能力，总是能够使本季度的收入高于去年同期的收入。例如，通用电气从 1993 年第三季度开始，已经连续 38 个季度报告收入增加，从 1995 年第一季度到 2000 年第三季度，除了 2000 年第一、二、三季度的收入增长为 18%、21%、20% 之外，其余季度的收入增长率都在 11% ~16% 之间。一种看法认为，通用电气是把利润贮存起来暂时不报，而在需要的时候再拿出来用。但是通用电气操纵收入的做法仅仅是个开始。在 20 世纪将要接近尾声的时候，公司财务人员中蔓延起了做假账之风，如预计财务报表、账外记录负债、损失不在收入报表中列支等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安然是公认的会计创新的领导者。“通用电气下一任主席或许想要从安然公司吸取一些经验。安然被选为美国最具创新意识的公司，连续5年取代通用电气成为《财富》杂志‘最受好评’调查中‘管理水平最高’的公司。”2000年9月18日，管理咨询师加里·哈梅尔在《华尔街日报》发表文章这样赞美安然。波士顿一位基金经理在一次收入新闻发布会上向安然主席杰夫·斯基林索要资产负债表，却遭到拒绝。（我们在2002年想要和通用电气的高管进行全面的会谈时，也遭到了同样的对待，我们不但被通知说高管们都很忙，没有时间见我们，而且还被告知再也不要打电话过去了。）

2001年11月，曾经是股市明星的安然股票急剧下跌，继而安然破产。这之后的几星期之内，所有公司的收入报告都遭到质疑，就连通用电气和其他一些近年来从未受到指责的公司的收入报告也不例外。投资者的怀疑使一家又一家的公司都差点倒闭。通用电气曾是世界上价值最高的公司，在2002年的前9个月中，股票价格下跌了39%。对于其会计方法的大范围指责迫使公司提出新的口号：“我们管理的是公司而不是收入。”IBM的股票在2002年2月15日下跌了6%，因为《纽约时报》报道说，该公司没有披露其第四季度的收入之所以会增长，是因为出售了一条辅助生产线。泰科国际和斯普林特公司也都有类似的遭遇。

开心的华尔街分析师

投资者一向从分析师那里得到有关公司真实经营状况的信息。但是到了20世纪90年代，分析师的角色已经变成了为他所在公司的证券承销部门拉业务的人。分析师尽力不给出悲观的报告，以免公司失去承销业务的佣金。我们统计了分析师从1997～2002年给出的买入、持有和卖出建议的比例（见表2.1）。

在股票市场出现2000～2002年为期3年的灾难性下跌之前，媒体在很大程度上忽略了分析师的信用问题。分析师已经变成了明星人物，而在新闻行业中，明星人物是很受重视的。为了胜过其他新闻杂志，记者承受的压力很大，要克服各种困难争取与诸如亨利·布洛杰特和阿比·约瑟夫·科恩这样的买方分析师会面。在20世纪末的几年中，热点新闻都是一个记者直接“在纽约证券交易所的交易大厅和分析师对话”，而这个分析师刚刚提高了某家在纳斯达克上市的公司的评级，该公司的上市业务就是该分析师所在公司负责的。公众对这样的报道总是很感兴趣。2000年，硅谷投资者网站主办了26个聊天室供领先的商业网络CNBC使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.1 分析师的建议（1997.1~2002.3）

年份	建议的数量	买入（%）	持有（%）	卖出（%）
1997	425 087	74.0	23.7	2.3
1998	748 450	67.8	30.4	1.8
1999	1 010 235	67.1	30.9	2.0
2000	1 373 107	73.3	25.0	1.7
2001	1 482 100	65.3	32.0	2.7
2002 年 1~3 月	359 881	62.6	34.2	3.2

来源：彭博公司

华尔街的经纪公司一直都把分析师的报告当成随物赠送的小礼品，目的就是使从客户和基金管理公司那里收取的佣金数目更加可观。在 1999 年证券交易委员会采取措施对这一做法进行管制之前，分析师会把从和公司高管人员私下谈话中收集的尚未公开的信息透露给他们喜欢的客户。

由于网络泡沫的破灭，分析师的这种做法才被终结。2002 年 5 月 21 日，美林公司网络部门因对由美林承销的股票做出误导性的评级而受到证券交易委员会的指控，为此美林交了 100 亿美元的罚款。这个结果也是因为纽约州最高法院大法官艾略特·斯皮策公布了美林公司分析师电子邮件的一部分内容，电子邮件的内容显示，分析师对外向投资者公开推荐某些公司股票的同时，私下里却将其贬得一无是处。

当时美林的评级体系有 5 个等级：

1. 买入
2. 增持
3. 观望
4. 减持
5. 卖出

不同的级别是有差别的，级别 1-1 高于 1-3，依此类推。斯皮策将分析师在电子邮件里的评价及其对外公开的评级进行了对比（见表 2.2）。

美林高级网络分析师亨利·布洛杰特和他的下属柯尔斯滕·坎贝尔在一份宣誓后所做的证词中，都明确地表示其部门从来没有给任何一只股票做出 4 或 5 的评级，“网络部门在不看好某只股票时，也不向投资大众做出减持或卖出的建议，而只是不再报道该股票而已，也不做任何声明和解释”。斯皮策说，精明的投资者知道美林的评级为 3 时，就意味着要抛出该股票了，而一般投资者是不知道的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.2 电子邮件内容

公司	日期	分析师评价	级别
Aether System	01.03.15	基本面很差	3-1
Excite@ home	99.12.27	我们对这只股票持中立态度	2-1
	99.12.29	6个月的观望成绩平平，没有任何亮点值得继续关注	
Excite@ home	00.06.03	一堆垃圾	2-1
GoTo. com	01.01.11	除了银行费用，对该公司没有什么兴趣	3-1
InfoSpace	00.07.13	考虑到年初我们对它的激进态度，并且许多机构嗅到了“不妙”的气息，所以说这只股票是易爆炸品	1-1
InfoSpace	00.10.20	废物	1-1
Lifeminders	00.12.04	一堆狗屎	2-1
24/7 Media	00.10.10	一堆狗屎	2-2

来源：2002 年 4 月 8 日，纽约州最高法院大法官艾略特·斯皮策的书面陈述

值得一提的是，美林公司的网络分析师对其客户互联网资本集团（Internet Capital Group，ICGE）在 1999 年 8 月 30 日的评级是 2-1，该公司股票价格在 1999 年 12 月 22 日升至 212 美元一股，然后开始长期下跌。2000 年 10 月 5 日，该公司股价为 12.38 美元，布洛杰特在发给另一位高级分析师的电子邮件里预测说：“ICGE 股票的价格将会下跌到每股 5 美元。”第二天，他又在邮件里提到“ICGE 的股票将会继续下跌，而且短期内没有回升的可能”。即便如此，美林对该只股票的评级依然是 2-1。虽然对股票的前景持否定态度，但是直至 2002 年 9 月 12 日，该股票仍然位居美林评级前 10 名的科技股票之列。

劳雷尔在 1999 年 8 月 6 日发表的一期专栏里对布洛杰特的评级表示怀疑，那时她还在彭博任职，那期专栏刊登之后就停办了。停办的决定当然是彭博公司的老板从新闻角度考虑做出的，这和美林公司持有彭博公司 20% 股份的事实无关。

最后的注解

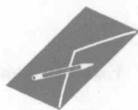
可能会有人站出来说，我们并没能解决市场中虚假的收入宣传问题，没能改变分析师进行收入预测的现状，也没能将一些战略者做出的严谨预测和养尊处优的分析师所做的本末倒置的预期做比较，还有人抱怨说我们没有从上一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业周期中搜集资料，用于黑箱理论的分析使用。有些精益求精的投资者甚至还暗示我们没有全面查阅上万篇试图解决这个问题的学术文章。



坦白地讲，就连Spec Duo电脑处理器都会觉得把与此相关的所有学术文章都看一遍是很费力的一件事。我们承认，仅仅阅读这些学术文章，穷我们一生的时间都是不够的。我们认真看了其中的几百篇文章，但问题是很多研究使用的都是以前的数据，得出的结论也是描述性而非预测性的。一种理论要想得到验证，就必须进行预测。至今还没有财经方面的学术性文章对经济周期性变化做相关的调查研究。



到了此时此刻，我们已经筋疲力尽了，而且看情形，就算我们活到一百多岁，读者的来信也还是会源源不断，而我们又迫切地想进行写书的工作。所以我们就暂时歇上几个小时，再翻看一下我们最喜欢的希腊神话，为我们下一章有关投资界的传奇人物本杰明·格雷厄姆的内容做些准备。

维克多在壁球比赛中的策略，首先是打破对手的反手击球，接着打破对手的正手击球。然后，他加快发球速度，让对手来不及做出反应，根本接不到球，最后，对手就会一直保持身体前倾的姿势。这个时候，维克多就会加大击球力度，把球击得远远的。在比赛的时候，维克多就是这样诱使对手采取不当的策略而取得比赛胜利的。



证券市场就是通过向投资者进行有关公司收入与股票业绩之间存在联系的虚假宣传，诱使投资者进行不利于自己的交易。如果投资者觉察到这一点，那么市场中充斥的大量有关公司收入的报道会减少95%。那些总在行情上涨时买入，行情下跌时卖出，或者不合时宜地申购或赎回共同基金的人，总是被排斥在市场游戏规则之外。当然他们之所以这么做，可能只是因为持有的时间过长或者过于心急，很快抛出就可能有利益的转移。其实，如果投资者不那么频繁地买入卖出，他们会赚到更多的钱，但实际情形是他们因为对收入前景预期悲观，就打电话给经纪人抛出持有的股票。

但是大家猜猜接下来的情形会怎么样。第二天，就会有有关收入的乐观预测，昨天刚刚抛出的投资者就又会买入了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章
技术分析迷思

海蛇怪出没在深不可测的勒耳那沼泽，那里是许多鲁莽旅行者的坟墓。

——罗伯特·格拉夫，《希腊神话》

希腊神话中，迈锡尼王给赫拉克勒斯的第二个任务就是杀死海蛇怪，它是一只有9个头的怪兽，它的毒气可以杀死周围的一切生物。赫拉克勒斯带着棍棒追踪怪兽，但是怪兽的一个头被砍掉时，原来的地方又会长出两个头来。

赫拉克勒斯还是可以轻松制服海蛇怪的。当我们在彭博监视器上偶然看到技术指标的清单时，我们发现技术指标这个怪兽的头不止9个，我们总结出了十几种图表，它们看起来有模有样，但对于投资者却都是有害的：可调整移动均线图、回归线、资金流量、抛物线停点、布林线、各式各样的振荡器、枢轴、相对强度；交易套封、随机指数、点数图、指数光滑线、涨跌线、TICK、TRIN和斐波纳契折回水平等。技术指标起初并不像现在我们所看到的那么多。美国技术分析师的官方发言组织——市场技师协会按照其主席拉尔夫·阿卡姆波拉的指示，在其网站上公布了177个技术指标。

在45年的交易生涯中，维克多和他手下的工作人员对每一个指标都做了检验。到现在为止，还没有一个指标能够通过检验。然而，任何重要的问题都应该由统计学来解决。偶然出现的逸闻、确信的断言，以及求助于权威，都不应该成为解决问题的办法。我们愿意对任何规则进行量化分析与检验。



技术分析的问题是，开创者和倡导者在阐述和评估其技术指标时没有遵循标准的科学程序。标准的科学程序包括：给出一个事件的确切定义，对基于该事件做出的预测的准确性和不确定性进行检验，基于该事件进入并退出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易的方法，交流和反复实验的方法，使用这个方法可以验证和改进实验的结果。技术分析的开创者经常反对说，技术分析是一种艺术，而非科学，无法被反驳。这一点我们同意。技术分析的命题是不可检验的，正如直观的解释不受精确的定义所影响。技术分析充满了主观理解，使它更像是一种信仰，而非一种方法。因为主观理解没有精确的假设或者可检验的预测，所以知识无法得到更新和提高。

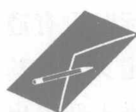
以马丁·施瓦茨关于市场秘密的解释为例。当你看着字母T，它左右两边的距离相等，这就是魔力T公式 。完全信奉这个公式的投资者就要通过绘制趋势线和图表，重新计算平均数，修改拐点和确定进入、退出时的交易价格。施瓦茨给出了他使用这种方法取得成功的原因：“魔力T和我合二为一。数据以最基本的方式涨落，我同它一样本能地起伏，就像金融沙地中的一个软体动物。”若是那样的话，我们就会和蛤蜊一样高兴。施瓦茨的确渴望帮助投资者进行交易，我们希望有更多合理的办法来分辨市场行情的涨落。

杰克·茨威格在他汇编的技术分析中认为：图表反映了市场行为，而市场行为的变动模式是重复的；如果有足够的经验，交易商可以凭借天生的能力，使用图表成功地预测价格变动。

茨威格在他的第四条交易法则中提到：“要寻找一种能够告诉你正确的市场时机的图表模式，在找到之前不要进行投资交易”。(偶尔，他会说在没有找到这样的图表之前，也可以进行交易，只要存在一个可用来衡量市场行情变动和在一个给定价格区域的支撑点，并且存在一个不会意味太多风险的定义明确的停止点。)

让人们在夜晚保持清醒，考虑如何寻找这样的图表模式，如何用它来衡量市场行情变动，并找到明确的停止点就够了。

但是不论何时对某个技术模式进行量化分析、检验，我们研究得出的结论，都会让我们被巨大的骚动所包围。我们会发现自己在一个大的骚动中心，因为这些指标和其他指标的拥护者指责我们没有适当评估这些模式的优点。这些人对他们的指标价值是如此自信，因此也无须对他们的主张进行任何检验。海蛇怪总是有另一个头备用——一种新技术，一个新的开创者，一个新的市场，一个过去数据的新来源——来取代已不可靠的技术指标。



最后，赫拉克勒斯发现只要他将火源熄灭，海蛇怪的头就能停止生长。这正是我们要做的工作。我们会把关键的主题和许许多多技术分析的手段统一起来，用火来检验它。我们所讨论的主题是：“跟着大盘走势进行交易就会赚钱”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟着大盘走势进行交易就会赚钱

作为“跟着大盘走势进行交易就会赚钱”的众多变化中的代表性样本，我们求助于《全球投资者手册：来自150位高明投资者的宝贵建议》。该书由菲利普·詹克斯和斯蒂芬·埃科特编著。我们发现许多商人以各种各样的方式给出跟随大盘走势交易的建议。下面是一些例子：

- 要根据大盘在最后一个小时的表现做决策。
- 千万不要在股票上涨时卖空。
- 绘制趋势线。
- 情况往往是这样的：价格低的股票将会继续走低，价格高的会继续升高。

我们最推崇的是：

- 根据大盘走势将要结束时的情况做决策才是最有利的。

这些趋势规则的发现者没有一位用哪怕很简单的检验来支持他们的看法。事实上，不可能对“跟着大盘走势进行交易就会赚钱”这么一个观点进行检验，因为对于这个观点是提不出可以进行检验的假设的。关于此规则的阐释和执行总是有些不可靠、主观，甚至神秘。

近代科学出现以前的社会，人们依赖于神话和宗教在心理上寻求对于自然灾害、掠食者、食物资源匮乏和其他不可预知的灾难的控制。他们用最好的食物来祭拜神灵，在朝圣地进行奢侈昂贵的朝拜，目的是讨好支配他们命运的神灵。大体上，这些活动由于科学的出现而趋于消失。但是，现代社会中的神话依然存在，部分原因在于人们对科学带来的飞速变化的排斥。即使在经验丰富的交易商使用最复杂的数学策略进行冷静计算的市场中，神话都是受欢迎的。

但是这可能并不值得我们惊讶，毕竟当代的投资者发现他们自己就像史前的穴居人一样，被一种神秘的力量摆布控制。市场是多变的，复杂的，看起来深不可测。行情的飙升会创造更多的财富和权力，猛烈下跌则可以导致灾难和死亡。市场有时候就像母亲一样无私地给予，有时却像愤怒的大海一样无情。投资者经常面临“我现在应该做什么”的问题困扰，所以渴望一个简单的指标来为他们指点迷津，这并不奇怪。

在我们最常用的搜索引擎Google中输入“趋势跟随”，会得到37.8万个结果，从中我们发现很多站点上都有对技术指标很满意的研究者写的感谢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信，以及讲述跟随大盘走势的投资者获得令人不可思议的财富的故事。所以，830 名有抱负的图表使用者于 2002 年 4 月 26 号在佛罗里达州丘辟特海滩参加了市场技师协会年度资格考试，人数创历史新高，也不足为奇了。谁能抵挡住一个趋势追随指标的诱惑？

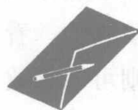
针对寻找最佳交易价格的投资者的技术交易指标广告真是诱人。比如，《活跃投资者》（*Active Trader*）杂志的网上商店，提供初级的《交易经典图表模式》一书：

> 这个全面的指导包括由统计学研究支持的易于使用的业绩表。通过使用一个简单的记分系统，你将学会如何通过观察来预测一个图表模式的功能。交易经典图表模式部分将会成为你最喜欢的便利的参考指导，它包括加宽的顶部、头肩、矩形、三角形及三个顶部和底部。你将很快学会双顶和双底的亚当—夏娃结合，学会如何在避免失败的同时挑选到最好的。你会发现：
>
> - 如何利用某个图表模式的价格趋势作为市场未来业绩的衡量标尺。
> - 高分形式为什么比低分形式表现要好。
> - 什么是局部下跌，为了获得较大盈利如何尽早购进。
>
> 这本书对于每个想要知道交易图表模式是否是有利可图的投资者来说是无价的资源，它给出了很明显的答案——是的！

假定某些跟随大盘走势的投资者取得了成功，无疑他们的聪明才智和洞察力比我们要好。但是进一步考虑下面两个基本的问题是很有必要的：

1. 他们的中心规则“跟着大盘走势进行交易就会赚钱”是有效的吗？
2. 他们所报告的结果，无论好坏，是偶然的吗？

我们最初的观察结果是，常识和趋势是反向的。在价格图表上取两个点，在它们之间连接一条直线并延长。如果后面的点在第一个的上面，则直线是向上倾斜的；如果后面的点在第一个的下面，则直线是向下倾斜的。排除一只股票已经上涨或者下跌的情况，这个现象表明什么呢？



然而，仅仅常识是不足以解决问题的。我们尽最大的努力设计出许许多多的实验来检验趋势观点。我们还调查了有关技术分析的众多学术著作，更新和检验其他人的工作。我们在本章给出了我们的结果。

每个试图检验动量交易理论的人都遇到了众多障碍。模式本身以及旨在展现其功效的研究都遇到一个基本的问题：模式是基于预期的事件提出来的，而这些事件还没有发生。换句话说，就像捕鱼，鱼还在水里的时候，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经把它算在已经捕上来的数量里了。

南卫理公会大学的两位教授冯凯特·埃里斯华拉普和马克·雷因格纳姆在最近的论文中图解阐述了研究动量的困难，论文题目为《综合股票市场收益的可预测性——基于热门股票的证据》。该研究的结论是，市场的收益和热门股票的收益在过去36个月中的关系是负相关的。他们没有发现价值股票预测未来收益的证据。研究使用了1951～1997年的数据，因此没有考虑到1997年以后热门股票中发生的体制变化。纳斯达克市场的市值从1997年底到2000年3月24日翻了两番，在2002年7月之后又下跌了72%。行情变化如此之大，人们就需要新的方法对其进行预测。还需要说明的是，他们在论文中选用的一些资料是在Compustat数据库①中收集的，这可能会导致遗漏一些和结果相关的因素和股票信息。

趋势的检验

我们检验的方法是观察每年的市场大盘走势。使用由《乐观者的胜利》一书的作者提供的数据（我们认为该书是所有投资类书刊中最好的），我们发现收入趋势在过去的102年是没有规律的。连续两年的收益之间的相关系数是－0.02（某年的收益和两年后收益的相关系数是－0.25——更大一些）。最近的几年中，相关系数向负的方向进一步发展；S&P 500上次出现连续3年为负收入是在1939～1941年。

正如埃尔罗伊·蒂姆森、保罗·马什和迈克·斯汤顿在《乐观者的胜利》中所指出的一样，在过去的102年中，市场连续下跌两年的情形仅出现了6次，这对于得出可靠的统计结论来说太少了。但是在两年下跌行情后，紧接着第三年的收益率是16%，这是市场行情变化的转折点（见表3.1）。我们把连续4年的市场投资收益率进行了各种可能的组合后，分别计算了在各种情形下紧接着下一年的市场收益率。

此外，过去和未来市场收益的相关系数都是负的，如表3.2所示。

也许市场平均的短期走势支持了趋势跟随观点？不，不是那样的。交易最频繁的股票期货在低于一年的连续不重合期间，其收益之间的相关系数均是负的，表明所谓的“均值回归”。换句话说，行情上涨之后紧接着就会下跌，行情下跌之后紧接着就会上涨。

① Compustat数据库，是美国著名的信用评级公司标准普尔的产品。数据库收录有全球八十多个国家中的五万多家上市公司及北美地区公司的资料，其中包括七千多家亚洲的上市公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.1 上涨、下跌组合

第一年	第二年	第三年收入（%）
–	–	16
–	+	16
+	–	13
+	+	9

表 3.2 年度市场收益相关性

其后年数	与当前年份的相关性（%）
1	–2
2	–25
3	–4
4	–2
5	–17
6	–5

从图 3.1 中可以看出，1994 年 7 月到 2001 年 5 月间 S&P 500 指数中连续 20 天行情变化之间的相关系数为 –0.053。水平轴周围点簇的分布没有规律可循，从左上方到右下方微微向下倾斜。更长时期收益之间的相关系数甚至更小。经过 20 天的下跌后，在接下来的 20 天中市场总收入近似变化了 0.3%。在上涨之后，总体的相应变化略小于 0。

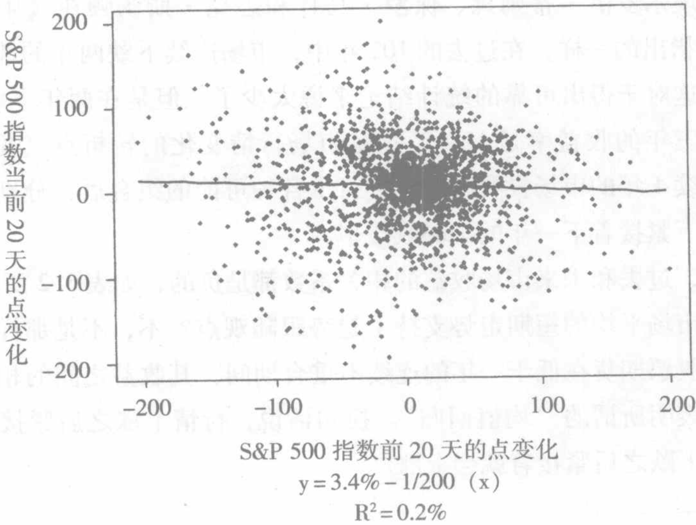


图 3.1 S&P 500 期货为期 20 天的价格变化之间的关系（1994.7 ~ 2001.5）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总体上来说，对不同期间的短期相关系数的乐观估计近似为 -0.15。

下面我们来看纳斯达克市场每个月的行情变化在接下来的一个月是继续还是发生相反的变化，以及它们是否会导致 S&P 500 指数的变化。为了找到答案，我们研究了这两个指数在历史上价格涨落之间的相关性，例如计算两个月收益之间的相关性，跳过一个月，然后对 S&P 500 在不同月份的价格变化进行对比分析。我们对纳斯达克进行了和 S&P 500 相同的研究。

我们观察散点图，计算统计数值表，将不同指数行情的同向变化和反向变化的情形加以整理。所有这些检验都试图回答这样的问题：一个指数的行情大幅度下跌是否会引起其他指数行情相同和相反的变化?

经过许多计算，我们得出结论：具有显著统计相关性的唯一一对关系是纳斯达克市场当月收益与下月收益二者之间的关系，其相关系数是10%。这就是说，如果纳斯达克在这个月内下跌15%，则最好的估计是下个月它将会下跌15%的10%，即1.5%。如果这个月纳斯达克上涨了20%，则最好的估计是下个月将会上涨20%的10%，即2%。这可由图 3.2 看出，最佳的微小上升的拟合曲线是从左下角到右上角。

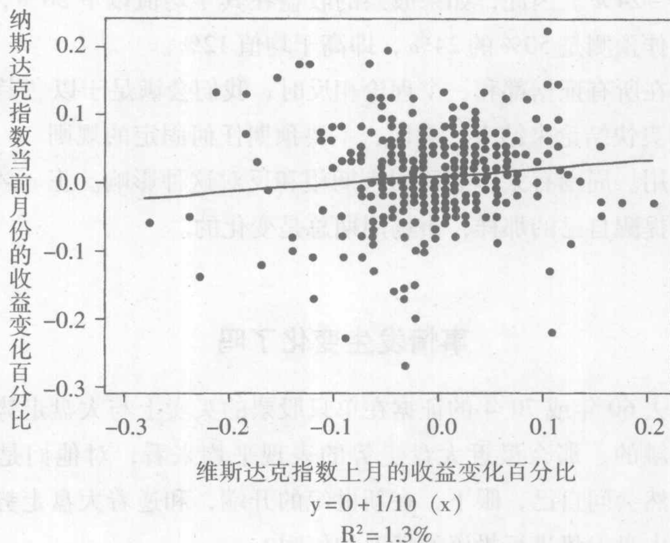


图 3.2 作为预测下月收益指标的纳斯达克市场的月收益

（数据的起止日期是从 1971 年底纳斯达克市场成立开始，到 2002 年 4 月，共 370 个月）

这并不能大幅降低不确定性。事实上，这仅仅将预测的平方误差减少了1%，因此，尽管可能有证据表明纳斯达克行情将会变动，但也并不十分有用。其他所有相关关系都是随机的、偶然的。我们研究的众多相关关系中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一种合理的相似性存在，即我们提出的一个显著相关性其实是一种偶然结果，就和我们抛硬币来猜正反面一样。

市场的动量钟摆

就像一个玩牌者在得到一手同花顺之后感觉"状态良好"一样，当股票连续上涨三周的时候，每个人都感觉牛市来了，而当股票连续下跌三周后，每个人都感觉熊市来了。尽管玩家们有记忆，大多数人还是认为扑克牌并没有记忆。但是股票有记忆吗？

个股的表现为那些认为应该逆着大盘走势进行交易的人提供了证据。乔纳森·卢埃林是麻省理工学院的一位讲师，他经过一系列的研究，找到了强有力的证据证明逆着大盘走势进行投资的方法是正确的。他使用了1932～1998年66年的数据，经过数百万次细心的计算，并对研究中存在的一般偏差进行了校正。通过计算个股一年的平均价格，他发现，股票在接下来的6个季度中达到其平均收益的概率为41%。从1968年到2000年，卢埃林发现这一相关系数是-24%。因此，如果股票的收益在其年均值以下50%，对未来6个季度的最佳预测是50%的24%，即高于均值12%。

通常，在所有证据都和一个理论相反时，我们会满足于以"趋势不是你的朋友"的爽快结论来结束。然而，不要预期任何固定的规则可以永远适用。周围有太多的聪明人期望和反对这种影响。正如我们经常提醒自己的那样，市场周期总是变化的。



事情发生变化了吗

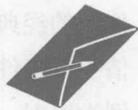
假定过去60年或70年的证据在单只股票的买卖上与大盘走势跟随者的观点是相抵触的，那么最近大盘走势的表现平均来看，对他们是同样不利的。我们仍然会问自己，眼下，在新世纪的开端，和逆着大盘走势进行投资相比，跟着大盘走势进行投资的情况如何呢？

对于投资者来说，学术理论的研究结果出现的时机往往不对。以1981年《金融经济周刊》中刊登的突破性研究为例，它的结论认为小公司的股票一致地比大公司的股票收益更好，该研究发表后的18年内小公司股的业绩滞后于大公司股。遗憾的是，在该项研究的推动下出现的新的小型资本投资工具吸引了大量的资金之后，一段时间的萧条在1983年开始了。蒂姆森、马什和斯汤顿在1999年一篇名为《墨菲法则和市场不规则性》的文章中把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们的注意力集中到了这种行情逆转上。具有讽刺意义的是，1999 年，即文章发表的那年，小公司股的业绩是最好的一年。2000 年和 2001 年，它们的业绩仍然高于 S&P 500 指数。

事实上，从市场中存在的丰富的事件、数据资料中，我们很容易找到一些逸闻趣事来支持任何一种市场关系。为了探求周期是否可能再一次发生变化，你会求助谁？投机者。



我们在 2000 年的 S&P 500 中分别选取了 20 只业绩最好的和最坏的股票。（当前 S&P 500 包括的一些公司在 2000 年初并不在其中，所以有必要从我们的计算中排除这些新加入的公司。）我们发现 2000 年 20 只业绩最好的股票在后来的 16 个月（截至 2002 年 4 月 29 日）中平均业绩水平是 -11%。卡尔派恩公司股票下跌 76%，珀金埃尔默下跌 76%，爱力根下跌 32%，它们在表现最好的股票中是下跌最严重的。（如果诸如安然等业绩表现最好的股票也包括在内的话，则情况会变得更糟。安然在 2001 年 11 月在证券市场中被除名，我们不得不放弃它的糟糕结果，这个结果可能会使 20 只最好的股票业绩再降低 5 个百分点。）

2000 年市场业绩表现最差的 20 只股票平均来看，在未来的 16 个月中没有发生变化。这些股票包括一些杰出的公司，比如美国贺卡制作公司从 2000 年 12 月 29 日到 2002 年 4 月 29 日，涨幅达到了 91%；苹果公司涨幅达 55%；胜腾集团涨幅达 91%；电器城涨幅达 86%；戴尔涨幅达 48%。S&P 500 指数本身在 16 个月内下跌了 19%（见表 3.3）。

表 3.3 排名和收益

2000 年 S&P 500 的股票排名	未来 16 个月的收益（%）
20 只最好的	-11
20 只最差的	0
S&P 500 指数	-19

当然，购买表现最差的股票无论如何不是保证赚大钱的途径。雅虎在 2000 年下跌了 86%，在接下来的 16 个月又下跌了 53%。诺威勒、朗讯和网关公司也遭受了同样的命运。世通公司从 13.15 美元下跌到 2.35 美元，在 2002 年 7 月 1 日更下跌到了每股 6 美分。

接下来我们检验了大公司股票，观察它们是否也和大盘走势保持一致。我们已经注意到大型制药公司经常连续 3 周上涨或者下跌。例如，强生公司股票从 2002 年 4 月的最后一个星期开始连续 3 周下跌。你会预言那只股票在接下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来一周上涨吗？或者你会打赌它将下跌到最低吗？事实上，强生的股票连续10周一直下跌。但是对于趋势追随者来说，这个表面证据就像逸事一样，说明不了其他问题。正如丹尼尔·卡尼曼、保罗·斯拉维奇和阿莫斯·特沃斯基在他们的经典著作《不确定下的判断：启发和偏见》中所指出的那样，人们在评估一个事件发生的概率时，普遍的做法是根据该事件在人们记忆中发生过的实例为根据，这个做法会导致预测结果的偏差。举个例子来说，就像让一个中年人回忆他周围的熟人心脏病发作的实例来估计中年人心脏病发作的概率一样。没有人会将这个估计当真，但是人们在市场投资中却做着同样的估计。

并没有足够多的大型制药公司来对这种认识进行适当的检验。因此，我们根据上市公司的市场资本额来选取目前10只最大的纳斯达克股票和10只最大的S&P 500股票作为代表。因为英特尔和微软在纳斯达克市场前10名和标准普尔前10名中都有，我们就只留下其他18家公司。我们以周为单位研究从1997年5月到2002年5月之间这些公司股票的价格变化。为了简化检验并保持结果合理的一致性，我们计算了每只股票每个月前3周的价格变动，总共有8种可能性。然后我们观察每只股票在当月剩下的那一周中的价格表现。表3.4中列出了平均价格和观测次数。

我们得出结论：在上一周处于行情顶部的股票在最后一周的表现是最好的，而那些在上一周处于行情底部的股票在最后一周的表现则糟糕至极。当一只股票连续3周上涨时，最后一周将会在平均水平上再上涨1.6%。当一只股票连续3周下跌时，最后一周将会在平均水平上继续下跌0.8%。如果股票前两周下跌，然后上涨，则它们在月末会下跌1.4%。最令人震撼的是，前3周有一组股票就像来回摇摆的钟摆一样。第一周下跌，第二周上涨，第三周下跌，在最后一周趋向于上涨2.8%。

表3.4　股票走势——1997～2002年每个月最后一周的行情变动与前3周的比较

第一周	第二周	第三周	观测周数	第四周平均变动（%）
上涨	上涨	上涨	156	+1.6
上涨	上涨	下跌	165	+0.6
上涨	下跌	上涨	188	+0.6
上涨	下跌	下跌	125	+1.3
下跌	上涨	上涨	108	-1.3
下跌	上涨	下跌	91	+2.8
下跌	下跌	上涨	114	-1.4
下跌	下跌	下跌	100	-0.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于这些股票在前3周表现的一致性和可逆性，我们将它们分为8个不同的组。从每组股票每周价格变化的1 047个数据中可以看出，它们的表现存在许多变化。单只股票在每个月最后一周的平均变化率是10%。这个结果无疑在很大程度上取决于偶然性。

然而把所有这些因素综合起来进行一些模拟和计算之后，我们得到结论：倒数第三组最后一周2.8%的出众表现不像是偶然发生的，它在每个月前3周的行情变化为下跌，上涨，下跌。这一概率大约为1/20。

相反，对于那些每个月前3周连续上涨或者连续下跌的公司来说，在每个月最后一周继续上涨或下跌的概率大约是1/10。我们在这里给出的是提示性的意见，而非结论。

经过一番考虑和论证，我们没有发现支持"跟着大盘趋势进行交易就会赚钱"的证据。学术发现和实践结果表明，对于所有时期，所有个股，所有均值，所有新的指数，所有我们能合理想到的一切，未来总是趋向于逆转。

我们得出结论：钟摆运动而非连续涨跌更能解释美国股票行情的变动。

一个含糊的古老技术指标

一些国家发展了观念上适合于其自身文化特性的技术分析形式。日本的交易商经过几个世纪的发展，细化了K线分析技术。史蒂夫·尼森在他著名的《日本K线图技术》一书中说："同其他制图方法一样，K线图（又叫"阴阳烛图"）模式受使用者的意志所支配。"这一点并不奇怪。所有和日本人做生意的人都了解他们很有礼貌而又不情愿说出简单的"是"和"不是"。如果一个崇尚婉转表达方式的国家曾提出一个精确定义又容易被结果检验的方法，这的确是令人惊异的。

图表现为开、高、低和闭点。一个矩形条——"烛体"——包括了闭点和开点，视具体情况，"烛芯"从顶端和底部延伸出来标明高和低。当闭点比开点高时烛体是空的，当闭点比开点低则是有填充色的。一个烛形的特点和它在临近几天与其他烛形的关系构成了K线图分析的原始材料。对于1999年最后6个月S&P 500的一个典型K线图见图3.3。

我们对K线图的有效性进行了检验。首先我们从两个渠道中选取了5个最有影响的技术分析模式：尼森的书和一个有关K线图分析的标准网站LitWick.com。

检验时，我们使用了1995～2001年为期6年每天高、低、开、闭的资料来确定这些模式中的每个情况。从1995年起，S&P 500中有一个弃婴未被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现。我们对于剩下的4个技术分析模式中在3个独立的时间区间内的结果进行了预测。这3个独立的时间区间是指从某个模式定义的情形发生后的两天至下一次出现闭、开、闭之间的时间。每一项交易每天在烛形出现之后开盘时开始（见表3.5）。

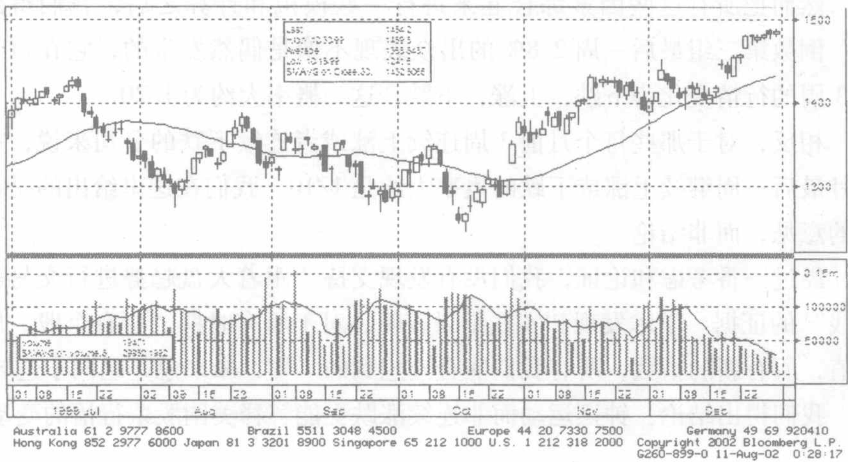


图3.3 S&P 500 K线图（1999.7～12）

来源：彭博公司

表3.5 K线图交易模式

模式	熊市/牛市	时期	观测个数	S&P 点数变化	上涨率（%）	Z
三个黑乌鸦	熊市	从开盘到收盘	21	3.7	57	119
		从开盘到开盘	21	4.9	67	156
		从开盘到第二天收盘	21	5.7	57	156
吞没	熊市	从开盘到收盘	22	2.3	36	-79
		从开盘到开盘	22	3.2	41	-92
		从开盘到第二天收盘	22	2.2	50	-47
上升趋势中的十字线	熊市	从开盘到收盘	10	-0.6	50	-21
		从开盘到开盘	10	-3.0	50	-69
		从开盘到第二天收盘	10	-2.5	40	-69
弃婴	熊市	从开盘到收盘	0			
		从开盘到开盘	0			
		从开盘到第二天收盘	0			
钳子顶	熊市	从开盘到收盘	57	0.9	51	
		从开盘到开盘	57	0.8	56	
		从开盘到第二天收盘	57	-0.5	60	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在15次检验中，4次出现了符合传统K线图解释的结果。没有一种模式在通常1/20的概率水平下在统计上是显著的，因此我们的检验没有确认日本K线图分析技术的合理性。

但是也许我们太苛求了。或许对于这些模式的另一种解释会产生更好的结果，“技术分析和自然科学一样是一种艺术”，这是我们从技术分析学家口中一再听到的一句话。不容置疑，许多开创者在做决策时，更善于用直观的方法而不是用量化分析方法。例如，当国际象棋选手走出完美的一步而取得比赛胜利时，他们常说是看到了自己难以去量化的直观关系。同样，建筑师、工程师和艺术家经常可以看到一种情景，从而去揣摩很多几乎可能很难去定义，更不用说去量化的关系。

推理中最大的问题是人们易于受到“合理性偏见”的影响，他们认为的结论准确性比实际准确性高出很多。人们很精明地认为两个事物之间存在某种关系，而事实并非如此，这样的幻想导致在市场和生活中的许多判断和决策失误。人们尤其倾向于无根据地相信那种陈词滥调，“而不关心影响预言准确性的因素”，如卡尔曼、斯拉维奇和特沃斯基在《不确定下的判断：启发和偏见》中所说的那样。他们顽固地坚持这种不合时宜的自信，即便知道使用的信息是不充分、不可靠和不及时的。



即便人们在解读K线图和类似图表时不存在心理偏见，告知普通投资者说某些人在感性认识方面有天赋，但却不能准确地表述出他们如何得到结论，也不见得有多大用处。投资者可能不会轻易学会这些技巧。仅仅听从高级设想家的指导，投资者永远不可能保证这个人的天赋在不同的情况下会一如既往地产生精良的预测。

技术分析一直回避诸如寻找模式时使用什么样的时间期限这样至关重要的问题。如一位日本市场哲学家所观测的一样：“通过改变图的变量范围（持续时间或者价格区间），K线图往往表现出另一种完全不同的模样。在一年时间内，索尼应该强力买入；在10年时间内，我感到过于恐惧；在一个月的时间内，我没了主意。”

然而使用K线图分析模式交易的最大问题在于频繁变动的市场周期和市场中的谎言。

更难捉摸的是西方人对于日本K线图分析表现出的狂热，尼森在《日本K线图技术》中讨论了这种技术的广为流传：

在线交易商、当日交易者、机构房地产交易者和股票买卖经纪人仅仅是热衷于K线图分析模式的一部分人。网站、实时交易系统和技术分析软件包也采纳了K线图。这证明了其受欢迎的程度和在现今不稳定的行情下进行交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易的吸引力。

即便如此，尼森的书除了分析纯粹的K线图，还表现出很强的西式风格，加上了带有趋势线的K线图，带有收益水平的K线图，带有移动均线的K线图，带有振荡器的K线图，带有交易量和持仓量的K线图，带有艾略特波的K线图和带有市场概况的K线图。

熟悉我们想法的人们只在我们背后讨论K线图分析模式。然而，有时我们还是能看到他们的意见，如当一封赞美尼森的书的电子邮件误发给我们时。“K线图的历史从德川时代开始——16世纪末17世纪初。”作者说，“该书有大量的篇幅描述分析模式下的心理学，比如头肩形，日本水稻交易商称之为‘三佛顶’。我比较喜欢的是‘高波’。”在他透露对于有关“十字星”信息的渴求之后，作者总结道：“尽管我很欣赏维克多和劳雷尔，但在我看来，要想颠覆400年的传统，一定会费很大力气。”

海蛇怪的武器

下面我们研究海蛇怪另一个重要的头——众所周知的TRIN，这是纽约证券交易所短期交易指数（Short-Term Trade Index）的首字母缩写。它的发明者理查德·阿姆斯推崇用他的名字命名的“阿姆斯指数”。他的年咨询费为8 000美元。美国收视率最高的财经电视网CNBC在观众眼皮下面每20分钟出现一次的当前交易指数中使用后者。

TRIN是纽约证券交易所股票上涨成交量与上涨股票数的比例，有些交易者使用5日均线作为短期预测的依据。

一些出版商在2001年早期想要出版有关TRIN的书，因为那时海斯先生告诉《巴伦周刊》，他使用TRIN准确预测到在3月22日道琼斯工业指数跌至最低点。（道琼斯工业指数60天后在5月21日反弹至最高位，之后继续下跌。）

所以TRIN起作用了，不是吗？

这听起来很有诱惑力，我们决定进行核实。和在交易中使用TRIN的布雷特·斯蒂恩博格博士一起，我们对许多不同的期间做了上百次滞后和超前的回归分析。我们研究了1天、2天、5天和10天的TRIN和S&P 500指数在接下来的1天、5天、10天的行情变动之间的相关性。简单地讲，我们发现了和随机性相一致的结果，在过去3年半相关系数接近或者正好是零。换句话说，TRIN并不能预测未来行情的变动。

不只我们发现了使用TRIN的问题。在由《技术市场指标百科全书》引述的一项研究中，罗伯特·科尔比和托马斯·梅尔斯检验了从1928年1月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到 1987 年 3 月的 TRIN。使用每日的数据，他们进行了许多不同的检验来对 1 ~ 12月不同期间内的市场行情做出了预测。他们的发现是："我们仅仅能够得出的结论是，在预测股票价格方面，TRIN 的作用相对有限。"

有些读者可能感觉上述结论是草率的，因为它仅仅基于 59 年的数据。但是在《新技术交易商》中图莎尔·钱德和斯坦利·克罗尔注意到了使用 TRIN 的三点困难：

1. TRIN 使用的比率经常让市场状况变得模糊，而不是更加明朗。当市场变动状况让人觉得"不明显"时，这一点尤为突出。

2. 用移动均线使 TRIN 平滑的过程扭曲了相对市场交易流量。

3. TRIN 对于上涨行情有一个有界的范围，对于下跌行情则没有界线。

我们 2001 年 5 月和理查德·阿姆斯有过一次谈话，想听听他对我们结论的看法，并向他学习使用 TRIN 的方法。以下是谈话内容：

劳雷尔：您交易的次数多吗?

阿姆斯：我为自己进行了一些交易，但是我的基本工作是和我的客户沟通。我为许多机构做咨询顾问。因为我忙于其他事情，现在我自己不再从事交易活动了。

劳雷尔：您是百万富翁，还是亿万富翁?

阿姆斯：居于二者之间吧。

劳雷尔：都是从投资交易中赚的吗?

阿姆斯：对，也有我从客户那里收取的费用。

劳雷尔：您如何建议人们使用指数呢?

阿姆斯：如果你是交易者，要观察 TRIN 的 5 日均线。当它处于 0.75 区域时，这是要抛出的信号，当它超过 1.25 时，是买入的信号。这是一个判断的事情……10 日均线告诉我们在 2001 年 3 月 22 日完全清仓。

劳雷尔：您能详细说一下如何进行判断吗?

阿姆斯：和这个指数接触了这么多年，我发现它变得有些……依靠直觉。我不敢肯定我能否解释它，真的。我将它解释给我的……机构客户。我要观察许多事情，而不是仅仅盲目地观察这个指数，就让客户买入或卖出，这不是一件简单的事情。

劳雷尔：您在过去的 5 年中，有多少次使用 TRIN 作为市场行情变动的主要信号?

阿姆斯：在过去的 5 年中，它仅仅有两次反映出了市场行情大的变动，今年一次，还有一次是 1997 年 10 月。如果说还有的话，就是早在 1987 年了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果存在证据，我们无法发现它

问题是10天的平均“购买”水平不足以科学地估计TRIN，那些每5年才发生两次的事情无法用来作为估计不确定性的基础。

而且，信号正好发生在市场最低迷的时候，所以从基本上讲，投资者所利用的还是在经济恐慌中的老办法。

在统计学中，评估两个比率的比率是相当有难度的。用统计学的术语来说，两个服从正态分布的变量的比率的均值和方差都趋向于无穷。样本容量大并不能帮助你降低技术指标均值或者方差的不确定性。

在数值分析中，比率也存在很多问题。它的变化受交易量变化的影响，而交易量又和价格变化紧密相关。比率本身可以在从零到无穷之间取值。一个更稳定的度量可能是基于成交量和上涨下跌之差的差异值，也许为了稳定性，还需要引入一个对数算子。

从上面的分析中可以看出，使用TRIN也许是简单而实用的，就像手中捧着月光一样。

我们告诉阿姆斯，我们没有发现TRIN的移动均线和随后S&P 500行情变动之间存在相关性，他说听到我们这么说，他感到很困扰。“所有华尔街的人都使用这个指数，”他说，“因为它有用。”

对交易量的不同意见

许多技术分析的开创者在看到一项又一项研究显示他们推崇的技术分析不起作用后，反对说我们的研究没有考虑到交易量的影响。我们只能指出技术分析师们自己也不能在交易量的影响这一问题上达成共识。我们在加拿大皇家银行工作的交易伙伴哈里·萨德参加了CMT所有3个等级的评估之后，才完全相信技术分析不起作用。他在2002年7月给我们的电子邮件中指出：

每个技术分析师都会说交易量有50%是无法解释的。传统的技术分析师认为，特定方向的价格移动不足以采信，除非交易量的变动方向与之相同。例如在牛市的时候，交易量在上涨日应该比在调整日高。简单地讲，这就是马吉理论的核心所在。事实上，正如汉密尔顿在《股市晴雨表》一文中所描述的一样，在查尔斯·道的信中也提到了它。

这就是它十分好笑的地方。你最喜爱的技术分析师理查德·阿姆斯开发了一个指标，叫做轻松移动指标。这里是《技术分析入门》中对这个指标的描述：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轻松移动指标表明数量和价格变化之间的关系。和等量图一样，这个指标表明有多少交易量才会引起价格的变化。

当价格小幅上涨时，轻松移动指标的值就高，相反价格小幅下跌时轻松移动指标的值就低。如果价格没有变化，或者需要大的交易量才能引起价格变化，则指标也接近于零。

当轻松移动指标值大于零时，就是一个购买信号，表明价格倾向于上涨；当指标值小于零时，就是一个卖出信号，表明价格趋于下跌。

所以虽然查尔斯·道声称在上涨日交易量应该上升，从而产生一个买入的信号。理查德·阿姆斯却给出了恰好相反的建议。你相信谁呢？谁都不信。以交易量作为独立变量的研究证明，它并没有任何预测价值。

最终你可能应该知道，如果不是因为维克多提醒，我可能在使用相同的技术分析工具，而今天我在奚落它。

向前的肩托

2002 年 7 月的经济大崩溃中，一位不愿意透露姓名的对冲基金经理给我们发了一封电子邮件，我们称这位经理为 E 先生。“从上周蓝筹股反弹以来，S&P 500 的技术表现一直受大型‘头肩’的威胁，像是要回到 1998 年 1 月。”他写道。

自从在 7 月收到他发来的 10 封电子邮件以来，标准普尔突破了 1998 年 1 月的最低水平，直线下跌到 1997 年 4 月的水平，在 2002 年 7 月 23 日，星期二，跌到了 800 点以下。我们用一贯的计算方法估计出标准普尔期货的下一个止跌点是 540 点。像纳斯达克 100 那样，它有望朝 –2 690的方向奔去。

E 先生利用头肩模式成功地进行了预测，是不是说明根据这个模式进行交易就一定会有效？看看目前金融世界的基础似乎要瓦解的现状，这个模式还有什么作用呢？



这样的情形往往有助于我们了解什么起作用，什么不起作用，尤其是在金融大恐慌时。19 世纪作家兼记者丹尼尔·笛福在对伦敦 1685 年瘟疫的描述中写道，无用的秘方大量卖给了绝望的人们。保持清醒的头脑和长远的眼光是很重要的，比如头肩模式是否能很好地在股票市场中起作用——其实它们并不能，因为我们可以证明。

交易者至少从 1930 年就开始使用头肩模式了。这个模式包括三个波峰，最高的位于中间。一条水平线——“领圈”，连接肩膀和头之间的波谷。领圈的交叉口应发出价格会继续从头部下跌的信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个反向的模式可以解读为牛市。图 3.4 是一个假定的头肩模式。

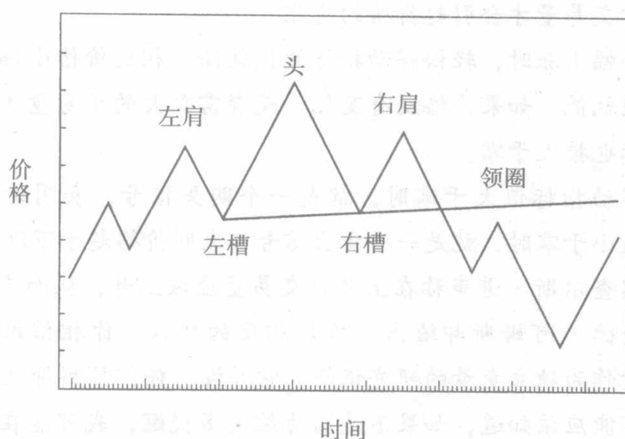


图 3.4 假定的头肩模式

假定的头肩模式

如果 E 先生使用这种模式作为投资交易的依据和指导而赚钱，我们要对



他表示祝贺，因为他运气好，但这并不表明他将来使用这种模式还会赚钱。任何重要问题都应该加以检验，并把结果公之于众。偶然事件、断言和对于权威的信赖，甚至是我们自己的权威都不能轻信。

在收到 E 先生的邮件不久前，我们发现一项不寻常的研究，“确认噪音交易者：美国股票中的头肩模式”，由美联储的卡罗尔·奥斯勒主持。经过严格的检验，她得出结论：总而言之，在股票交易中，基于头肩模式的交易是不赚钱的。

以 8 本技术分析手册作为基础，奥斯勒编写了一段计算机程序来确认头肩模式。她将其应用到从 1962 年 7 月 2 日到 1993 年 12 月 31 日 100 家公司的价格数据中，这些价格是从芝加哥大学有价证券价格研究中心随机选出的。所有的技术分析手册关于退出的标准都是模棱两可的，但是它们都认为一个头肩模式就意味着趋势的一个主要变化。于是奥斯勒编写计算机程序，寻求一个持有位置，直到价格在预测方向停止移动，止损位为 1%。

令人惊讶的是，尽管使用头肩模式进行交易的收益率不怎么样，在领圈交叉口那段时间的交易量的增加却向投资者传达了一个可以增加交易的信号，增加的数量多达日平均交易量的 1/4。

一个并不能为投资者赚钱的投资策略却被大家普遍接受，这该如何解释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？按照奥斯勒的说法，人的本性可能是导致这个策略广为流传的原因。人们倾向于受到各种事物之间并不存在的关系的影响，对自己做出的判断总是过分自信。他们会更清晰地记住令人愉快或者成功的经历（例如根据头肩交易模式进行投资而赚到钱的经历），而不是那些使人伤心的经历。

少数几次成功可能会给使用头肩模式进行交易的人带来荣誉和资金，也会激励其他人加入。正如奥斯勒提到的，认知心理学家通过实验得出结论：一些不值得做的事情和不值得相信的看法会因为在无意间得到证实，而在一段较长的时间里对人们产生影响。

市场中的玩家说他们不相信头肩和其他直观的图表模式，但是他们愿意知道那些信奉上述交易模式的交易者在做什么，并加以利用。奥斯勒说，许多事情都要看运气。即使在扣除交易成本之前，不按照头肩模式操作的交易者在个股买卖中也不盈利。另一个反对观点认为，技术交易者之所以能赚钱，是因为利用了不知情的个人投资者。但至少有一点仍然成立——在头肩模式之后卖出是不能盈利的，无论交易者是否了解这些神秘莫测的图表。

当劳雷尔采访奥斯勒时，她计划研究止损和获利订单在当今市场中的作用。她感兴趣的一个方面就是投资者在整数价位上可能下的订单较多。她并不计划将她的头肩工作拓展到标准普尔期货中。对此，她给出的解释是："技术分析并不是热门的主题。"

奥斯勒在波士顿的郊区长大，从斯沃斯莫尔学院毕业后进入了普林斯顿攻读研究生学位。作为垒球和芭蕾的狂热爱好者，她避开了交易中的风险，但是却喜欢学术风险。自从进入花旗银行的交易大厅看到订单对当今市场的影响之后，她就对学术理论深恶痛绝。"关心订单流绝对是外行的行为。"她说。同时奥斯勒也在和交易者的交流中逐渐误入了歧途，学者们普遍认为这些交易者不诚实，而不会给出有价值的信息。她回忆起曾经给一个同事发送电子邮件，概述她在一个特定主题上搜集到的经验性证据，然后询问他的看法，他回信说："首先我不得不用一个精心设计好的模型来判断它是否在理论上可行。"

"我的最初目标是了解现实，"她说，"而那还没有被普遍接受。"

我们的工作就是要打破常规，所以，我们利用 1996 年以来的标准普尔期货价格对头肩策略进行了检验。维克多手下的一位工作人员张世基于奥斯勒有关头肩运算法则的描述编写了一段计算机程序。

张世的程序详细说明了熊市情形下，头肩模式中 6 个点——右肩、右槽、头、左槽、左肩和领圈交叉口之间的时间应该是在 5～180 天的范围内。程序使用了不同幅度的价格变化，以确保没有遗漏任何一个模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

连续运行10个小时以后，张世得出模式的5种情况，并且估算了1、2、3、4、5、10、20、30和60天的收益率。表3.6给出了对应每种情况的每个点的开始和结束日期。

表3.6　张世的5个实例

左肩	领圈交叉口
1997.11.21	1997.12.18
1998.06.09	1998.08.27
2000.10.23	2000.11.20
2001.05.04	2001.06.13
1997.12.05	2002.01.11

假设交易者在领圈交叉点是做空的，不同持有时期的收益见表3.7。

表3.7　不同持有时期的收益

	领圈交叉后的天数								
	1	2	3	4	5	10	20	30	60
平均盈利（损失）	0.5%	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%	-0.5%	0.5%	-0.2%	-3.5%
标准差	0.01	0.03	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.05	0.11

我们得出结论：头肩交易无论是作为趋势变化的一个信号，还是作为可盈利的策略，都是不起作用的。

你真的指望一条直线来指引方向吗

诸如推断趋势这样的简单技术并不能带来持续的盈利，这并不奇怪。我们从孩提时代就知道，要取得比赛和其他竞争性项目的胜利，关键是欺骗。小孩玩的第一个游戏就是捉迷藏，从最小的昆虫到大型哺乳动物都在练习欺骗。成年人至少应该和昆虫一样，并且他们还有知晓数千年前特洛伊木马历史的优势。肯定地说，市场中的精明交易者应该更有能力提高欺骗的水平，至少比延长一条直线要高明得多。

伟大的纽约巨人队投手克里斯蒂·马修森在半个世纪之前就说："每个人投掷的最好的球是那天击球手没有击中的球。如果他们开始就击中我掷出的快球，他们那天下午就再不会看见这种球了。如果他们开始就接住我的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特洛伊木马，公元前1184年（弥尔顿·邦德，2001年）

个曲线球，那天我将不会再投出曲线球。”

在战场上，最好的将军是最厉害的伪装高手。在这点上我们最喜爱的是“石壁”杰克逊，他是公认的最伟大的美国南部邦联领袖：

他最著名的计谋就是在众人面前宣布陆路和水路的进攻方向，但实际上他并不会选择这个方向。他甚至将地图准备好，大路铺筑好，好像真的要立即投入使用。于是人们的闲言碎语都在谈论预测他的意图，而他则从容地从相反的方向进攻。

维克多很幸运，从3岁开始就学习棋盘游戏。他的父亲是一个狂热的西洋跳棋选手，作为成年人，维克多花了超过15年的时间从两个美国冠军汤姆·韦斯威尔和阿瑟·比斯戈尔（国际象棋大师）那里学习西洋跳棋和国际象棋。所有的棋盘游戏者都知道伪装是获胜的关键之一，韦斯威尔在跳棋方面写了15 000条准则，维克多将其中的一些收录到他的第一本书中。我们在这里从维克多收集的未出版的准则中摘出10条与伪装尤其相关的内容：

1. 布雷区——棋盘上有许多诡计、陷阱、骗术，你必须对它们保持高度警惕，否则将会中埋伏而遭遇失败，安全也没有保证，毕竟策略是游戏的精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

髓。在跳棋或者国际象棋中要想生存下来，就要一直保持警惕。

2. 黑色魔力——最好的技巧是隐藏你的技巧。

3. 信心游戏——就是满怀信心、睁大眼睛走进隐蔽陷阱。

4. 小心谨慎——不要鲁莽。

5. 转换——对手的攻势很强，防守很牢固时，你会加倍小心，而当碰到对手较弱的开局时，你就会放松警惕。在你察觉到这点时，你老谋深算的对手已经取得了胜利。

6. 采取行动或静观其变——在一些形势下，需要你猛烈进攻或者做出壮烈的牺牲，以求获得最后的胜利。而在其他形势下，则需要静观其变，走一步看似对对方没有什么影响的棋，引诱你的对手走入歧途。

7. 扰乱问题——警惕那些故意表现出专心研究棋盘左边的对手，他们其实在棋盘右边已经暗藏杀机。你应该对整个棋盘全盘掌握。

8. 预防不测——如果你还没有做好应对不测的思想准备，那么一定要想想。

9. 霍迪尼——成功的象棋和跳棋选手应该是魔术大师。他们必须能从无望的形势中毫发无伤地退出。

10. 隐蔽的陷阱——有时候你走了很精彩的一步，但是没有注意到最后一个致命的失误。应当努力把握全局。

伪装在股市中和在棋盘上一样常见。在回复一些交易伙伴询问股票价格和交易数据的来信时，詹姆斯·拉基描写了典型的一天中的某些伪装术：

> 当高盛给 Nvidia 很高的出价，在午餐前通过重复抬价 1 美元的方法来推进该股上涨是什么意思呢？
>
> 每只股票都具有其特性，这种特性来自交易商和买卖股票的做市商。当天进行交易的关键是找到 Ax，Ax 是在市场行情好的某一天下单的做市商。股票价格被推高 1 美元或者更多时，买家是谁就很明显了，这也经常预示着要停止买入。

使用时间买卖和出价的关键是知晓股票市场中的“玩家”。做市商的出价和要价以及价差也被用来欺骗投资者，让他们据以判断股票的走势是强还是弱。要想对纽约证券交易所做出判断是很难的，因为人们根本看不到做市商。实际上，做市商就在交易大厅内，站在专业经纪人的前面，因此，投资者必须注意判断专业经纪人的动向。通常情况下，如果专业经纪人不按常理出牌，那很可能已经拿到了大额的订单，没有时间再玩下去了，这就是投资者入市的时候了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尽管所有的证据都证明与技术分析相关的结果都是随机的，或者与有效市场假设相一致，但是市场中各种各样的技术分析方法甚至在受过高等教育的人们身上继续发挥着魔力。

有关技术分析的宣传

动量指标、直线推理、对一些天才人物主观看法的依赖——我们以前从哪里看到对权威和一般性的依赖？在宣传技巧中。在第二章里，我们检验了宣传和广告技巧，试图解释关于收入和股票市场收益关系的普遍误解。这些



技巧可能在成功地劝说公众购买技术分析软件、书籍时和讨论会上看得更清楚。宣传分析的经典教材《宣传的艺术》中列举了7个基本宣传技巧，它们也被用到了技术分析领域：

中伤法：那些不同意技术分析的人被嘲讽奚落。在接受了《股票和商品技术分析》杂志的采访后，维克多发现他自己是2001年这个问题的焦点人物。“海龟交易商网站”是居于领先地位的趋势跟随技术分析的站点，它发来一封邮件，重点提到维克多在1997年的巨大交易过失（逆大盘走势的短期交易策略）。文章说，“此人将其自己的交易账户鼓吹得天花乱坠，难道他在系统性地攻击趋势跟随吗？”

佐证法：海龟交易商网站同时提到：“接受尼德霍夫的任何观点就是无视比尔·邓恩、杰里·帕克、理查德·丹尼斯、约翰·W·亨利和所有‘海龟’的存在。”（为了公平起见，在这里顺便提一下，“海龟”的创始人理查德·丹尼斯在市场行情低迷的时候，也清算了自己的基金。）



粉饰法：对技术分析的需要范围广，而且不受限制。技术分析师的先驱查尔斯·道，即道琼斯理论和道琼斯工业指数的创始人，给出了这项技术的完美实例：“市场变为一个无情的裁判，衡量着所有与金融以及国内和国际经济相关的知识……由此，价格就代表了每个人知道、希望、相信和期待的所有事情。于是没有必要再补充说明价格变动。”面对这种不可测知的言论，就连火星人都很难分辨技术分析领域中的知识水平，就像我们从20世纪初的水平一下子跳到21世纪一样。

道琼斯工业平均指数出现在世界上最受尊敬的技术分析师的主页上，这一点也不奇怪。这个分析师的货币资金流量阅读系统主要提供经济信息服务，劳雷尔就是那里的一位编辑。她的上司注重出版物的日覆盖率。然而在1999年，在维克多的建议下，劳雷尔要求她手下的记者取得技术分析师的实际分析结果。当一个公司的研究员几天后打回电话说没有数据支持技术的合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理性或者可预测性时，真相就浮出水面了。

移花接木法：在非金融领域，个人和群体经常使用宗教或者党派的象征符号，比如十字架或者旗帜，表现出一副虔诚的样子。技术分析师们很好地利用了这一点。"技术分析"这个叫法听起来就带有科学的味道。也许因为解释太过主观，这个领域也带有非科学的味道。许多技术分析师使用乔治·索罗斯和沃伦·巴菲特的名字，说他们传奇般的成功是采用与技术分析相关的趋势跟随策略的结果，而不是在牛市与美国商业大范围增长的背景下，享受减税优惠的买入—持有投资策略的结果。

洗牌法：在技术分析中，证明一个观点使用的例子是回顾性的，经过挑选的。市场资源足够丰富，给证实和反驳任何图表模式的合理性提供了实例。

巡游花车法：出售技术分析指导的卓越的网站之一列出了使用相类似方法的交易者名单。

平民法："嘿，我仅仅是普通人，但是我通过学习如何连接点，画一条趋势线而致富。你也可以在市场中赚大钱的。"



某些伪科学也在这里派上了用场。罗伯特·L·帕克是马里兰大学的一名物理学教授，他在一本名为《伏都教科学：从愚蠢到欺骗》的书中将它们整理了出来：

1. 一个发现被直接曝光给媒体。
2. 据说一个强有力的组织正在压制这一发现。
3. 一种效应往往经不起检验。
4. 用以说明一个新发现的证据是一些奇闻逸事。
5. 一种信仰是完全可信可靠的，因为它已经持续了几个世纪。
6. 一个重要的发现是从孤立的现象中产生的。
7. 新的自然法则被用来解释一个不可信的观察结果。

对宣传和伪科学的引诱，投资者可能不愿寻求科学根据。实际上，当我们在专栏中竭尽全力地检验趋势跟随的投资策略是否起作用时，我们就会听到刻薄的话语。当信徒们遇到威胁他们信仰的观点时，情形总是如此。我们经常在我们的专栏中刊出这些充满憎恨的邮件，来指出投资者对于信仰根源被质疑的抵抗。

我们并不是唯一总结出技术分析不可靠的人。那些客观地研究过这个主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题的人在传统技术是没有多少价值的结论上是能达成共识的。兹维·博迪在经典教材《投资精要》中说：“从我们的描述中应该很清楚地看到，大多数技术分析是基于和有效市场假设相悖的思想的。”尽管市场不是完全有效的，但它们是相近的，所以任何声称是无效的方法都应该是更好的。

为什么谬论能够维持

除了人们的心理偏见和宣传之外，看看金融行业在技术面所做的工作，就会发现投资者长期以来坚信技术分析是不足为怪的。如果技术分析的前提接受检验，则对于所有研讨会、课程、商品交易会、软件、分析师、硬件、社团、新闻节目、援助服务和提供趋势跟随系统的员工来说，预后将会是什么？更不用说那些与市场体系和评估系统有关的因素了。技术分析的开创者们并不担忧一个新的范例会威胁到他们的生计，即便他们自己的范例和事实不一致。

可以检验的技术方法

有人会问：难道你什么都不做，整天就是驳斥别人的观点吗？你有自己信赖的指标和市场信号吗？如果一个图表有某些预测价值，那么形成图表的数字将会包含该信息。科学总是通过量化而不是依赖直观表达和奇闻逸事而得以继续发展的。我们的确相信价格具有预测性，但是我们更愿意和图表中每日价格的高、低、开、收打交道。



我们采用的是基于普林斯顿评估公司的共同创办人亚当·罗伯森倡导的检验方法。这个方法就是让人把自己想象成美国教育考试服务中心（ETS）大学入学考试试卷的出题人。入学考试试题往往是由正确答案明显的简单问题开始，然后到较难的问题，这些问题的答案一眼看上去很明显，但往往是错的（不过离正确答案不远）。

处理这些棘手问题的办法是避免给出直接的明显答案。在股票交易中赚钱的方法是做与表面上看起来明显正确的事情相反的事情，现在这个办法还是有利可图的。（比如，如果连续3天卖出起作用，然后可能在第四天不再奏效。如果一个经过检验的系统一天没有发挥作用，第二天也可能还是如此。）

至少在市场中赚钱和在重要考试中取得高分一样困难。但是和你将难题放在最后作答相反，市场喜欢在你放松警惕时走一步狡猾的棋，寄希望于你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会给出错误答案而为你经纪人的保时捷和分红计划做贡献。

在一个长期的基础上，最不景气时市场喜欢进行一次不错的反弹，带给大家10%的上涨幅度。这样的反弹在实际发生之后看起来总是显而易见的。

从每天的情况来看，市场喜欢抛出一些诡异的问题，为难那些依赖于直观图表的人们。例如，在截至2000年12月31日之前的6年中有80次，S&P 500期货上涨了20点甚至更多，也就是上涨2%。（我们在所有的计算中使用期货，因为它们代表了投资者交易的真正价格，而移动缓慢的指数经常比真实的价格移动滞后。）

大幅反弹后的日子里，自作聪明的交易者自以为行情会下跌，因为市场有一个在那些天里后退的微弱趋势。这种情况下，市场会先给那些交易者一次轻易的盈利，下一次他们就会付出代价，并且市场不给他们翻身的机会。

我们在自己交易中使用的普林斯顿评估技术，包含由市场造成的大约1 700个不同问题的答案的量化。在进行一项交易之前，我们会估量这1 700个问题的答案的正确率和盈利率，这些问题和今天市场提出的问题也是最相近的。我们考虑了在每一种情况下结果的不确定性。

这个方法仅仅使用了标准技术数据。因此，从本质上说，我们消灭了海蛇怪。

不容置疑，许多技术分析的其他开创者都使用了相同的方法。我们希望他们放弃那些形象的和非量化的技术，而采用科学的程序。

检验VIX指标

既然我们已经描述了一种技术分析途径，它符合在所有其他领域中，在推进知识方面都非常有效的科学方法，我们可以将它应用到芝加哥期权交易波动率指数上，它通常被称为VIX，是我们喜欢的指标。

人们忘记了当市场下跌一段时间以后将会上涨，就像他们忘记经过一段长时间上涨之后市场会下跌一样。这些变换在乐观主义者看来是市场变动的显著规则。投资情绪指标——牛市和期权的风险、持牛市观点的顾问的比例、上涨股票的比例和共同基金持有的现金比例——从高到低摇摆，就像钟摆一样。一个大的问题是，这些变化对于市场的未来总体变动是否有可预测的能力。

每个人都知道黎明前是黑暗。对于“最黑暗”是无法度量的，但是由VIX产生的信号却是我们所能找到的最好市场信号之一。这个指数给出了市场预期波动水平的一个尺度。

VIX的一般水平大约是25。一个很灵验的假设是，当波动率指数很高，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高于大约30%时，投资者将会受到惊吓，这是一个买进的好时机。当波动率指数很低，低于大约25%时，投资者将会很得意，这是一个抛出的好时机。莎士比亚在《约翰王》第3幕第4场写道："当财富对于男人最重要的时候，她将以威胁的眼光鄙视他们。"

VIX是基于下一个月的数据计算得出的。然而，从实际来看，为期一年的预期波动率指数几乎百分之百地和一个月的VIX变化相关。

我们在VIX第一次超出30%时购买S&P 500期货，VIX第一次低于25%时将它们卖出，通过计算这项交易的收益可以检验VIX假设是否成立。购买指数股票型基金也可以得到类似的结果。

图3.5表明使用一个25%～30% VIX系统来进行买卖交易，可以在自1997年10月以来的12项交易中平均获得3.4%的收益，仅有两次会有小的损失。

戴维·西蒙和罗伊·A·威金斯三世在一项严格的研究中分别得出了相似的结论。

两位教授观察了VIX中每一个百分点变化对于S&P 500期货的影响。他们得出结论：对于高于标准的每一点，S&P 500期货在未来10个交易日中将会再上涨0.1%。因此，给定一个VIX标准25%，如果VIX上涨到35%，高于标准10个百分点，S&P 500期货将在未来的10天内预期增长1%。相反，当VIX下跌至15%，则S&P 500期货将预期比标准移动多降低1%。

西蒙和威金斯还描述了VIX在较高水平和较低水平时市场将会发生什么变化。给人印象最深刻的是，他们进行了一项所谓的"样本外检验"，说明了一个人在每年年初利用当时可以获得的信息，就能做出有效的预测。例如，利用VIX，他们有39次预测到了S&P 500期货在未来10天将会上涨。实际上，这39次预测中有22次是上涨的，并且平均涨幅和预测的完全一样：1%。当预测市场将上涨3%时，类似结果也会发生。

西蒙和威金斯教授不像一般的学术研究人员那样，用高深莫测的数学和统计学让研究结果变得晦涩难懂。也许其中的原因是，在马萨诸塞州沃尔瑟姆的本特利大学任教的西蒙有一个对教授来说不寻常的背景。在从事学术研究之前，他实际上在一家对冲基金任职，而不是只进行理论研究而没有实战经验。教授有自己的一些交易，并且在个人股票期权市场上很活跃。此外，本特利大学有一个交易场所，配有许多工作站，并提供让大多数投资者都梦寐以求的交易数据，学生们使用这些工具来解决老师在课堂上布置的实际交易问题。

诸如VIX之类的指标应该是具有合理性的，因为预期波动率和投资者需要的收益相关联。当VIX在市场中的表现让投资者处于高度焦虑和不确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，投资者自然会期望一个更高的收益，以弥补他们察觉到的额外风险。换句话说，他们仅仅在价格足够低的时候才买入。

风险和预期收益之间的关系是现代金融理论的核心。预期风险越低，投资者期望的收益就越低；预期风险越高，投资者期望的收益就越高。所有的投资分析师、这个领域的诺贝尔奖得主和商学院的学生都在学习、理解和接受这一关系。企业用它来决定接受哪项投资，监管者用它来决定向他们的监管对象收取多少费用，承销商用它来决定一级和二级市场上的证券价格。

因此市场预期风险高，收益也高。高 VIX 也是这样指示的：在下个月股票的预期波动率高于平均水平。类似地，VIX 低，也就是市场预期风险低，接下来的收益也变低。

每项交易 3.4% 的收益看起来并不高，但要认识到这是一整年当前货币市场利率的两倍。

VIX 摇摆系统

日期	VIX	买入 S&P 500	卖出 S&P 500	变化率	交易期（日）
1997.10.27	39.96	876.99			
1997.12.01	24.88		974.77	11.10%	35
1997.12.24	30.47	932.7			
1997.12.30	24.93		970.84	4.10%	6
1998.01.09	34.46	927.69			
1998.01.14	24.21		927.94	0.00%	5
1998.08.04	33.1	1 072.12			
1998.11.05	24.8		1 133.85	5.80%	93
1998.12.14	32.47	1 141.20			
1998.12.18	24.66		1 188.03	4.10%	4
1999.01.13	31.26	1 234.40			
1999.03.08	24.98		1 282.73	3.90%	54
1999.09.23	30.28	1 280.41			
1999.10.06	23.53		1 325.40	3.50%	13
1999.10.15	31.48	1 247.41			
1999.10.21	24.77		1 283.61	2.90%	6
2000.04.05	30.59	1 487.37			
2000.06.01	24.74		1 448.81	−2.60%	57
2000.10.11	30.95	1 364.59			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

VIX 摇摆系统					
日期	VIX	买入 S&P 500	卖出 S&P 500	变化率	交易期（日）
2001.01.23	23.86		1 360.00	-0.30%	104
2001.02.28	31	1 239			
2001.05.18	24.26		1 291.96	4.30%	79
2001.09.06	32.48	1 103.50			
2001.11.23	24.78		1 153.00	4.50%	78
2002.06.20	32.5	1 007.10	不详	不详	不详

摇摆系统结果	
12 次交易中 10 次盈利	
每次交易的平均收益率	3.40%
标准差	3.40%
平均交易期（日）	44.5

* 截至本书成书前，VIX 仍高于25%。

图 3.5 摇摆系统

结论

我们并不幻想对技术分析进行改进，使之与科学方法相一致，以使许多技术分析师改变他们一贯的做法。我们也不认为证明自己所中意的指标 VIX 在理论和实际应用中的有效性，会在技术分析领域引起轩然大波。对我们来说那是很好的。



不能否认，特定的技术指标在一定的模糊解释下，在特定选择时期还是能起到一定作用的。事实上，这种情形一定会发生。但是总体来说，技术分析的结果并不很有成效，因为当投资者准备依据这个他们认为过去最有用的系统进行投资，并投入巨额资金时，这个系统却会在接下来的时期让他们损失掉大部分投资额。

技术分析中一个好的、能够间接反映市场周期变化的指标是技术分析系统市场化的程度。这些工具和方法被当做是由最伟大的技术交易者所使用的系统而进行宣传推广的。这些系统首先以数万美元的价格提供给那些特别挑选出的富有投资者，接下来会被介绍给那些有足够时间来参加由开发者或者追随者介绍使用方法的研讨会的人们。在生命周期的最后阶段，这些系统将在那些 2 ~200 美元不等的技术分析杂志和书刊的封面上出现。仅仅在美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才有这些专门销售过气交易系统的公司。

所有这一切都支持那本厚重的《投资准则》中包含的另一条准则：

- 看见趋势跟随者在做什么，我们就反向操作。

还需要补充说明这一点是我们提出的吗？

尾声：海蛇怪 TRIN 之赋

我们在第二章介绍的行为金融专家布雷特博士在和我们见面之前热衷于技术分析方法。从那时起，布雷特和维克多各自进行的实验和所做的记录很大程度上增加了他对技术分析的怀疑。结合本章中的素材，他描述了他的转变过程和现在的想法：

英雄和海蛇怪

投机者们，我要告诉你们一个关于英雄、妖怪和那个凶猛的九头海蛇怪 TRIN 的传说。传说中她有九个带有剧毒的头，中间的一个是不死的，其中一个头对人轻微咬伤就能置任何英雄于死地。

我只是一个乳臭未干的小子，当我宣布要征服妖怪时充满了战斗的激情。我设计了许多复杂的战略来对付冥府看门狗、女妖和海蛇怪 TRIN。当然，我的策略非常高明，连我自己也相信一定不会被击败。

然而在备战期间，我遇到了一位质疑我策略的高人。他是一个聪明而奇怪的人，他会预示性地谈论音乐和游戏的技巧。他警告我，那些复杂的战争计划在那些凶猛的怪物面前可能一无是处。“往往要采用直接的方法，”他建议说，“间接的方法是导致毁灭的最快途径。”

我不同意。我问：“不是说女妖不能直接靠近，否则英雄将会变为石头吗？”

“啊，是的，”高人笑道，“事实是如此，但是忒修斯没有采用直接的方法吗？他不能跟在别的怪物后面去征服女妖，而必须去她的巢穴直接将她揪出。”

高人的话对我很有意义，我立誓要和海蛇怪硬碰硬。

她的长相令人生畏。她的头来回摇摆，在她周围滴下的毒液让那块土地上寸草不生。我发现自己身处一个真实的废墟中。在她的躯体周围遍地是在我之前的英雄们的遗骸，他们并没有完成使命。我祈祷，希望自己不会像他们那样不幸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

狠下心来，我举起坚硬的棒子有力地挥向海蛇怪，这凶狠的一击将其中一个头——5 日 TRIN 打了下来。然而我还没来得及高兴，另一个头——55 日 TRIN 补上了那个位置。我又进行了猛烈的袭击，同样，那个头也从脖子上掉了下来，而马上被开放 TRIN 取代。

一段时间之后，另外的头开始向我猛攻，喷射毒液。我意识到我应该迅速行动，否则将会面临痛苦的死亡。

我开弓射掉了两个头。可是，新的头又长了出来。

毒头低下来，咬住了我的战袍角。那一刻，我感到了死神的降临。

痛苦中，我大声召唤那位高人。令我惊异的是，他的话语在我的耳边响起，就好像他站在我身边一样。“用直接的方法，”他说道，“简单就是力量。”

“但是用什么可以征服海蛇怪呢?”我绝望地喊道。

“记住，我的孩子，”他说，“交易量体现着市场波动率，TRIN 把市场波动率作为价格上涨和下跌的函数。没有什么比率不能从直接的价格变化和市场波动率研究中得出。”

我的手中出现了一束明亮的火把。我的信心重新燃起，我的决心大增，我抓住八个头，用火烧它们。此时中央的头暴露出来，我用剑砍下它的根部，将它永远埋到地下，使它再不能伤害到英雄们。

现在我已是年过花甲的老人了，经历了大大小小的战役。但是没有一次像我那天从那位高人那里学到真本领时那样令人难忘。现在我对你们这些勇敢的投机者和英雄们说：“听从高人的教诲。在黑暗之中，始终走直接、光明的道路。智慧的火把比任何勇士的武器都要强大。”

总而言之，我们和市场动量海蛇怪的战斗使她成了一个谬误。我们希望这一章能照亮投资者被海蛇怪占据的头脑。此外，我们希望我们的方法会使读者反省，并且相信和科学而不是迷信相近的市场动量。市场变动具有无限的美丽诗意，无穷无尽的财富在等候那些可以参透未来市场行情变动的人们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

空头迷信

结果将会很糟糕，这点我们不应该存在哪怕是丝毫的怀疑，目前唯一的问题是这个结果何时将会来临。就如我们所说的，可能不是明天，但是这一天一定会到来。

——阿兰·埃布尔森，《巴伦周刊》之《华尔街沉浮》专栏

当我们在夏天看见一个穿着棉靴、戴着拳击手套、套着羊毛衫，而且戴着滑雪帽的人时，我们知道这个人受了一些误导。这个人一定认为室外非常寒冷和潮湿，但是他错了。如果我们是经过培训的心理学家，我们可以将这种行为归结为分不清现实和观念。在区分这两者时，很多年幼的孩子会碰到类似的问题。当这些孩子长到十来岁的时候，他们通常可以清楚哪些是幻想，而且除了患有孤独症的孩子，他们的行为通常与现实相符合。

令人惊讶的是，成年人不仅会在工作中一直保持错误的观念，而且经常嘲笑与他信念不一致的人。这样一个人仍然在世界上最具影响力的财经杂志中担任要职，该杂志在数以十万计的世界最富有和最有影响力的决策者之中被广为阅读，是他们参考的主要市场资料。

这个人就是阿兰·埃布尔森，在过去的36年中，他一直是《巴伦周刊》之《华尔街沉浮》专栏的专栏作家。埃布尔森对政界和财经界重要人物的不尊敬，在用词方面的圆滑，以及他的双关语，使他被誉为华尔街最机智的作家。没有人可以从他的讽刺性文笔下逃生，哪怕这个人是美联储主席或者美国总统。在他撰写专栏的第一年中，该杂志的发行量增加到原来的两倍，而且还在不断增加。现在该杂志的发行量为30万份，它的读者的家庭年均净收入为120万美元。

从一开始，埃布尔森在杂志社中就扮演了编辑和专栏作家的双重角色，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这给了他比普通专栏作家大得多的权力。在1998年，他获得了勒布基金会的一项终身成就奖，这个基金会是财经新闻领域最重要的组织。尽管他后来再也没有从事过编辑工作，但是他的演讲费还是高达1万美元。

怀疑、科学和自尊：一个价值万亿美元的案例研究

虽然埃布尔森是一个精明能干的作家，但是按照任何客观标准来判断，他都是历史上最差的市场预报员。在他担任《巴伦周刊》专栏作家期间，他对市场即便不是完全否定，至少始终持怀疑态度。但是在这段时间里，根据复利计算法，道琼斯工业指数和S&P 500指数上涨了3 600%，这可能是历史上最大的财富积累。在1966年1月21日，也就是埃布尔森的首期专栏刊登前的那个周五，道琼斯工业指数的收盘点位为988.14。34年之后，在2000年1月14日，道琼斯工业指数涨到了11 722.98点。

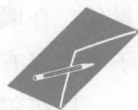
享受快乐和成功生活的关键，是对待别人的学问要有一个谦虚的态度，要能接受可能发生的变化，而且当事实和我们的观念发生冲突时要能够调整我们的想法。在市场中，则需要我们与那些影响市场参与者的新思想和学术理论保持一致，并且在别人对我们进行吹嘘之前判断和检查他们的工作。

我们都接触过那些没有逻辑的人，他们面对已经没有争论余地的事实时总想提出相反的偏见和错误的想法。

当事实和观念出现明显的不一致时，合乎逻辑的反应是应该调整观念。这种不一致可能发生在公司的会议室，也可能发生在投资交易大厅，但是无论发生在哪里，自尊通常都会出现，而调整通常都不会发生。

当你已经在某一领域扬名，并且有很多追随者的时候，用经济学的话来说，就会产生大量的“沉没成本”，这将使别人很难接纳你曾经犯过的错误。这就是科学方法出现并发展的真正原因：根据这种方法，科学家、交易商或顶级财经专栏作家可以在假设与事实之间不断调整他们的观念。

科学的方法包括实验和观察，其本质是谦虚地对待别人的认知。有多少科学家，就有多少种从事科学研究的方法，但是人们普遍认为科学的方法包含以下4个基本元素：



归纳：形成一个假设——一个可测试的陈述。
演绎：根据假设进行特定的预测。
观察：采集数据。
验证：测试与数据相违背的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在整个20世纪90年代，道琼斯工业指数和S&P 500指数上涨了5倍，同时纳斯达克指数上涨了9倍。根据下面的一个或多个依据，埃布尔森预测即将发生股灾：过高的股价、过高的市盈率、轻微的悲观情绪、轻微的乐观情绪、过度的乐观情绪、高利率、低利率导致的通货膨胀、疲软的美元、财政扩张、低股息收益率、联邦调控能力太弱、克林顿政府的财政扩张政策、谨慎的市场预期、价格低于52周最高价位的股票所占的百分比、市场资本总额占GDP的比例、注册金融分析师数量的增加、新的资产净值的过度供应、股票少因而不能满足共同基金的需要、康涅狄格州格林尼治的保姆工资显著增加、汉普顿家的室内溜冰场、在过去发生股灾之前也出现过类似的情况、海外危机、不景气近在眼前、恢复的紧迫性、减免债务、公司无力提高价格、埃布尔森的爱好——过度投机。

由科学方法指导的观念的改变并没有发生。



在新世纪中，市场的低迷看起来与埃布尔森的想法有关。但是这一点丝毫不能给我们教训。那些在这么多年中一直按照专栏作家的建议来进行操作的投资者在很早之前就已经抛售了他们手中所有的筹码。

批评家的故事

在2001年7月25日的采访中，埃布尔森告诉劳雷尔，他是从一个怀疑者的角度来研究市场的。"这就是我对财经新闻业所做的贡献，"他说，"我们应该为这个领域带来一种批评的气氛。"

劳雷尔在《巴伦周刊》的办公室中采访了埃布尔森。

埃布尔森等在电梯门口，接着将劳雷尔领到了他的办公室。埃布尔森个子不高，穿着整洁，下身是棕色长裤，上身是蓝白相间的T恤，系着一条格子花呢的领带。他的办公室不大，但是很私人化，而且可以看到窗外河流的景色。在墙边有一个4层的书架。桌子上放着两台计算机，几株仙人掌是屋子里面仅有的绿色。

埃布尔森从来没想过自己会成为一名财经专栏作家。1925年10月12日，他出生在纽约，在纽约城市大学获得了英语和化学的双学士学位。接着他在著名的艾奥瓦大学作家工作室获得了创意写作专业的硕士学位。

在《巴伦周刊》，他的第一份工作是编辑投资报道。"最有趣的就是我对投资一无所知。"他回忆说。为了学习，他逐页阅读了一本关于市场的手册。他关于市场的其余知识主要来自工作中的采访资源和证券交易委员会的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些辩论报告。

在从事财经新闻工作之前，他就形成了自己的报道风格——意志坚定，充满怀疑。"直到20世纪60年代，没有人写过批评股票市场的文章。"他回忆说。

"华尔街有很多人看涨行情，"他说，"经纪行成吨地卖出材料，公司发布新闻——这些都表明是看涨的。"我不认为听取怀疑论者的观点会威胁公众的生活，我认为这是新闻从业者应该做的。

1966年，当时的编辑罗伯特·布莱博格要求埃布尔森写一个专栏。当时的投机活动很疯狂，市场丰富多彩。现在看起来，那个时代很适合埃布尔森进行写作。

然而，他说他不愿意从事这项工作。"这个专栏通常都不是主要工作，"他说，"我是编辑部主任助理，管理着一些部门。我在这些部门中拥有主管的权力。我们的员工通常很少。"

劳雷尔在埃布尔森的书架上看到了彼得·伯恩斯坦的著作《与天为敌》，这是现存最好的关于统计学历史的书籍之一。劳雷尔向埃布尔森提到了这本书，并且询问他是否学习过统计学。答案是否定的。"统计学确实可以使新闻记者毁灭，"他说，"统计学太迷人了，就像填字游戏。人们经常会做一些统计比较，最后却得不到任何结论。"他补充说他并没有读过财经书籍。

他自己也没有买卖股票，这样可以避免发生利益冲突而遭到指控，而这种指控在财经新闻记者中是很常见的职业风险。

劳雷尔问他在牛市中是否一直坚持自己的熊市观点。"一些人认为我一生都持有熊市观点。"他回答说。

他是否曾经怀疑过他之前写作的东西，或者曾经因为他的提示而陷入窘迫状态呢？

"一个人怎么可能永远正确呢？"他说，语气中带着那种常犯错误的人惯有的谦卑。"我从来没有陷入过怀疑，否则我就不可能写这个专栏，也从来没有任何事让我觉得窘迫。"

包括埃布尔森在内的许多作家的熊市观点在这么多年中是没有任何意义的，而且他们中的大多数已经被淹没在时事通讯、晚间新闻和直接发送的电子邮件中。他们需要特殊的鼓励，因为他们犯了一个很大的错误，很多有判断力的人已经忽略了他们的存在。霍华德·拉夫曾经在20世纪70年代预测金价会上涨到每盎司1 000美元，他因此而被人们铭记。（在我们写作本书时，金价为每盎司350美元，这个价格是从1980年1月每盎司850美元跌下来的。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



埃布尔森专栏的一个特殊之处，在于这个专栏刊登在可信度最高的财经杂志里面。这就好像美国医药协会或《新英格兰医学杂志》告诉我们不要出门，因为空气污染物可能会导致窒息。正如卡尔·霍夫兰和赫伯特·凯尔曼所说的，人们对可信度高的消息来源的接受程度要明显高于对可信度低的消息来源的接受程度，也更容易受到前者的影响而做出改变。

安慰和恐惧

埃布尔森专栏的一个经常性主题就是对恐惧的描述。无论情况怎样变化，他总是一而再、再而三地提起1929年发生的股灾。那时候人们情绪狂热，而最后那些投机者遭受了毁灭性的打击。在1973、1974、1987、1997和1998年的大股灾之后都会有一个恢复的过程，常识告诉人们，灾难性的预言应该有所减少，但是事实并非如此。

心理学家的研究表明，对恐惧的强调将会成为促使人们产生变化的强大动力。根据罗纳德·W·罗杰斯和C·罗纳德·默伯恩所做的著名研究，对驾驶员进行教育的电影中如果出现一些交通事故中受害人血肉模糊的场面，会比演示与塑料假人之间的碰撞给人的教育意义更大。我们不得不佩服埃布尔森，他给我们带来了关于市场灾难的可怕预期。

维克多很早就发现人们对于消极预测的付出要比对于积极预测的付出多得多，而且他们投入的关注也要多得多。为什么呢？因为大多数人都是乐观的，而且在市场中这也被证明是正确的。如果一些人预测灾难，这是不寻常的和值得关注的。一个更重要的问题是预测者的推理是否有逻辑。在埃布尔森的个案中，我们必须提出下面的问题：还有什么工作比在历史上最大的牛市中一周又一周地撰写股市即将转为熊市的专栏更没有意义呢？

埃布尔森专栏会对成千上万《巴伦周刊》的读者造成潜在的伤害，那些读者可能会完全按照他的建议来做，或者有些读者可能已经习惯于他喊“狼来了”，而当真正的股灾来临时，他们仍然握着自己手中的股票不放，因为他们坚信埃布尔森又在说“狼来了”。

宣传法分类

在第二章和第三章，我们已经注意到投资者被大量宣传收入的谬论和未经检验的关于投资交易模式的流传说法所误导，进入一个误区。表4.1和表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.2 显示了这些宣传和伪科学在埃布尔森的专栏中是如何体现的。

这个市场呈现出来的比较好的一点，就是那些错误观点开始被正确观点所取代。错误观点给交易者带来损失，而正确观点会给交易者赢得更多的钱和支持。相似的反馈机制在科学研究领域也发挥着作用，那些提供正确结果的科学家会得到其他科学家的认可和肯定，那些提供错误结果的科学家则名誉扫地。他们失去了学生和资金支持，而且他们的文章也不会被出版。

反馈实际上是一个基本的自然法则。标准的生物学课本中有很多内容是与反馈效应有关的，反馈效应能够使人体系统不过度偏离正常状态。反馈在几乎每种电子仪器中都有所应用，例如现代扩音器的基础就是反馈效应。

表 4.1 宣传手段和埃布尔森的花言巧语

宣传手段	例子
中伤法	称带来较高回报率的依据"无聊，无聊"
粉饰法	"一个人怎么可能永远正确呢?"
佐证法、巡游花车法	把他永远不变的熊市观点描绘成在华尔街最有智慧的精明投资
佐证法	引用预测熊市的分析师的观点
平民法	不读任何财经类的书籍，对统计学不感兴趣
洗牌法	只要他们提供熊市预测，就会有相应的指标

在写作领域中不存在这种自我修正机制。一个人很长时间以来可能一直都是错误的，并且仍然保留着错误的影响力。事实上，与其他人意见不同、打破常规旧习的人可能会变得越来越少，同时会变得越来越有新闻价值，尤其是当其他人倒向另一边的时候。这些人的例子很明显就是我们在这本书里所要宣扬的英雄人物。他的观点非常罕见，他的消息来源非常陈旧或贫乏。然而，他的创造力、他渊博的非财经类知识、他的才能和他的智慧使他存活下来并且茁壮成长。当他在《巴伦周刊》雇员都转入其他职业的时候，他们在主流的经纪事务所和新闻媒体上强化了熊市已经来临的气氛，而他们也因为站在了潮流的对立面而从中获益。

简而言之，埃布尔森并不具备在其他领域中存在的正常的自我修正机制。这可能就是在非交易或非自我修正领域中，观念与收益或者生存不协调的原因。

当开始写专栏的时候，我们认为应该尝试一种不同的方法。投资交易是很艰难的。我们知道我们的长处不是为个股的买卖提供建议，而是判断那些影响市场的原则和力量，并且根据科学和历史方法来预测市场运行的大趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了克服自身的局限性，我们决定根据我们自己的研究进行交易。我们决定报道我们的研究成果，以及我们如何根据自己的研究成果来选择股票，而不是提醒读者应该做什么。这种实践活动使我们体会到自我修正方法的好处，因为如果我们的交易正确的话，我们将会获得成功并且继续下去，而如果我们的交易是错误的话，我们将会失败并且停止这种行为。



回想起来，我们希望我们仍然待在象牙塔内，享受那种奢侈的生活。但另一方面，如果没有实践，我们传达的知识和信息的重要性可能已经有所下降，与现实结合得也不再那么紧密。

表面上看来，埃布尔森的观点与非科学和未经检验的想法有一些相似之处，其原因很可能是他不遵从反馈过程。换句话说，在过去的几年中，他一直是正确的。我们在我们的交易中有得有失，因此可以肯定地说，那些从2000年早期以来就按照埃布尔森的建议进行操作的读者的收益，要比那些按照我们的建议进行操作的读者的收益要高得多。我们向他致敬。

我们在迈克尔·舍默的著作《为什么人们相信超自然现象：当今的伪科学、迷信和其他混乱》中发现了一些看法，这些看法解释了埃布尔森的消息来源和他的追随者在出现那么多反面证据的情况下还能长期坚持错误观念的原因。

根据超自然现象的分类，我们系统地分析了在20世纪90年代中《巴伦周刊》上的525篇《华尔街沉浮》专栏的文章。表4.2显示了非逻辑推理的使用情况。

表4.2　为什么人们相信埃布尔森

原因	用来验证熊市预测的时间的百分比
解决问题不充分：只寻找能够验证假设的证据，即使出现明显错误，这种假设的改变速度也很慢；寻找巧合中的因果关系	100
不屈服于权威	95
代表性（忽略表面上看来不寻常事件发生的历史背景）	90
仓促归纳，以偏概全	85
假性因果：错认因果关系中的相关性	85
使用科学的语言而不是科学的方法	80
论断无法证实	60
逸事被用做证据	55

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

原因	用来验证熊市预测的时间的百分比
文字感人但推断错误	50
归谬法：滑坡谬误（吃冰激凌将会增加体重，不久后你将会重达350磅而且会死于心脏病，因此，冰激凌会导致死亡）	35
进行大胆但没有支持的论述	30
人身攻击：将焦点从考虑这种想法转移到持有这种想法的人身上	30
将失败合理化	25
循环推理	5

表4.3是20世纪90年代埃布尔森专栏的摘录，并且对这些预测是如何产生的进行了注解。我们选择每一个证据时都考虑了那些趣闻逸事般的预测、对于可信度极低的权威的依赖和对那些过度简单化以及未经检验的指标的无休止重复。我们把其中有些证据放在这里，仅仅是为了说明埃布尔森对这一主题的一般看法和观点。

在1998年和1999年，我们没有继续进行上面的活动，因为道琼斯指数上涨了50%，同时纳斯达克100指数上涨了两倍，我们仍然看到了埃布尔森对于上涨的反对。

但是我们最终还是不能在这里把已经在他专栏里发现的所有技术指标一一列出来。1996年9月30日，埃布尔森引用罗伯特·法雷尔的《美林的大圣人和我们的好伙伴》的数据，并且在文章中写道：

S&P 500指数2.1%的股息收益率是这个世纪最低的，股票的价值与GDP相比是有史以来最高的，托宾的Q比率（金融资产/企业资产负债表资产）也是有史以来最高的，而这也正是S&P 500指数与账面价值的比率。同上，S&P 500指数的价格和销售额之间的比率是4.45。

与房价有关的股票价值处在最高位。对于普通工人来说，他需要劳动53.75小时才能购买S&P 500，这个工作时间是创纪录的。

纽约证券交易所的交易量达到了历史的最高峰，而纳斯达克股票的交易量和大盘交易量的比值也达到了最高峰。与此同时，新股发行活动、兼并和回购也在这个时候达到了最大值。共同基金达到了前所未有的数量，而且流入股市的资金量是去年最高值的两倍，还出现了前所未有的投资者抢购成长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型基金的情况。

股票和债券的开户数目为527 000，是历史上最多的，比1987年要多30%。另一个创纪录的数字，就是报考注册证券分析师的人数达到了32 000。纽约证券交易所的席位费也达到了有史以来最高的145万美元。投资俱乐部的数量比以往任何时候都要多，达到了22 000家。除此以外，还有4 700家封闭式基金，也就是说，对于大盘（3 419只股票）的每只股票来说都有不止一家基金持仓。

法雷尔说他记得上次出现类似的情况是在1968年，大盘上一次升至最高点之前。当阻止创新高的障碍只剩下股价的时候，第二阶段的下跌就要开始了。

“非常相似，”鲍勃观察到，“1996年我们已经报道了很多市场活动的纪录，而市场价格对此的反应却很有限。市场未能对创纪录的市场活动做出反应，这本身就是在提醒我们要抛售股票，并且将这个现象与以往的股价水平结合起来，提高对于牛市持久性的警惕。”鲍勃是一个真正的博学者，一个真正的博学者总是说终点已经很近了，但是他永远不会说终点已经到了。

表4.3　埃布尔森《华尔街沉浮》专栏的节选（1990～1999）

日期	证据引述	真实性核查
1990.12.31	我们确信熊市将会从半梦半醒中醒来，并且会张着血盆大口，挥舞着利爪重新回到我们的生活中。这样严重的熊市会一直持续到把整个投资领域统统毁掉才会结束（为了证实，参见1973～1974）。	当时道琼斯指数是2 629点，在接下来的一年里上涨了20%。
1992.01.06	我们同样会被1973年和1974年那两根不祥的大阴线所迷惑，在这两根大阴线后市场开始了新一轮上涨，其中翻倍的股票数量多不胜数，而且几乎没有发生回调。	当时道琼斯指数是3 201点，在1992年，指数上涨了3%。在1973～1974年，经过通货膨胀，市场的总市值损失了大约2/3。
1992.09.28	市场即将进行一次大幅调整。受到选举的不确定性、经济的低迷、美元的疲弱、利率水平一直走低、消费者的悲观情绪和遭受到毁灭性打击的就业市场等诸多因素的影响，即便考虑到任何合理的标准，都会令人感觉股价被明显高估了，那么除了下跌还有别的选择吗？	当时道琼斯指数是3 250点。在那之后，整个20世纪90年代中，道琼斯指数的最低点是1992年10月19日的3 136点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

日期	证据引述	真实性核查
1992. 10. 12	迪克·拉塞尔认为熊市在10月5日开始，那时道氏线将会低于魔术线。迪克·拉塞尔是“查尔斯·道的真正门徒，威廉·彼得·汉密尔顿在当代的化身，道氏理论永不疲惫的看管人、守护者和代言人”。他告诉埃布尔森，开始于1974年的大牛市将会结束，熊市即将开始，“而且还将是一个很大的熊市”。	当时道琼斯指数是3 136点，在接下来的一年中上涨了14%。
1993. 05. 24	尽管如此，我们一直都在思考进一步调整的可能性，这并不是我们突发奇想。无论从哪种角度看，市场都已经被过分高估，泡沫随处可见。现在那些在高位买到股票的投资者已经处于一个非常危险的位置。这些都将会导致严重的后果，我们不敢想象最坏的结果是什么，现在唯一的疑问是这一天什么时候到来。正如我们所说的，可能不是明天，但是这一天不会太远。	当时道琼斯指数是3 492点，之后经历了6年的上涨，在2000年1月14日到达了最高的11 722点，一共上涨了8 200多点。
1993. 10. 04	魔鬼就存在于你的积蓄中，它们迫不及待地跑向银行，拿光你账户上所有的钱，并将它们投到共同基金中，让你陷入发财梦之中。	如果在1993年9月将1美元投资到先锋500指数基金中，到2002年4月30日，你将得到1.72美元。而如果将1美元投入到利率为5%的存款证中，到时候1美元将变成1.43美元。
1993. 11. 01	俄罗斯的骚乱、波斯尼亚的动乱、海地的谋杀、索马里的冲突、南加州的大火、债券市场的疲软、高税收，面对这一切，你们却说：市场表现出了非常好的一致性——每件事情都处在最佳状态。当然可能事实就是这样的。但是由于某些难以解释的原因，有一系列股票的表现却并不正常。	道琼斯指数在这一年上涨了7.5%。
1994. 06. 27	我们并不是天生就对资产净值持有消极的观点。我们认为这一轮牛市将在1994年底结束，这也超过了它本来该有的时间跨度。	在那之后，牛市又继续维持了5年，当时道琼斯指数的点位是3 636点。
1995. 11. 20	摩根士丹利的著名分析师巴顿·比格斯把在今天购买科技股的行为比做“泰坦尼克号上最后的纸牌游戏”。	这是一个漫长的纸牌游戏，摩根士丹利高科技指数那时是171点，但是在2000年3月27日达到了1 162点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

日期	证据引述	真实性核查
1996.02.05	菲利克斯·朱洛夫是我们的朋友，是一个聪明的瑞士人，他说黄金是一生的投资。	金价以前的最高值为415.50美元，这个价格一共出现了3次，但是在这6年中再没有出现过类似的价格。在1999年8月25日，金价跌到了253美元。
1996.03.18	乔·罗森伯格是洛斯公司的投资代理人，他绘制了一张关于道琼斯指数的图表，并且认为牛市已经进入了最后的高潮。“当被问及回调的幅度会有多大的时候，他说风险至少有25%。但是他明显相信调整的幅度可能会更大。”	5年以后，从2000年1月到2001年9月，道琼斯指数下跌了28%。
1996.03.25	巴顿·比格斯是一个回归平均值的坚定支持者，他相信股票的价值不会偏离金融资产太远。他期待着股票的回归，例如，在21世纪前保持4%的年均增长率与1995年上涨37.5%和过去5年年均收益率为16.7%的情况相比，出现了大幅滑坡。他认为大的回报率主要来自于亚洲股票，出现在市场和非居住房地产业中。	S&P 500期货指数在21世纪前的年均收益率是24%。
1996.05.27	安德鲁·史密瑟斯是一个世界级的投资专家，他从1993年底就开始在美国股市上做空头交易，他说“第一次，内在原因说明会有一个持续时间很长的熊市”。史密瑟斯根据Q比率的提示，将自己的股票兑现，将现金放在银行里，并且建议别人也像他这么做。	从1993年底到2002年底，虽然经历了美国历史上最严重的熊市之一，但是在这10年间S&P 500期货指数上升了88%，年均收益率为7%。
1997.08.18	（在道琼斯指数大跌247点之后）正如我们对受害人的同情那样，自从1987年以来，我们从来没有见过如此多的寡妇和孤儿。我们感觉暗无天日。	在经过了1987年10月和1997年10月的两次大跌之后，道琼斯指数在年底之前都上涨了11%。
1997.10.21	即使对投资环境最不注意的人也会发现，如果要在华尔街实现成功，聪明是一种障碍，而不是一种帮助。随便就可以找出一群成功的华尔街人的例子，在这里就不一一举例了。	这种观点太过怪异，无法反驳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

日期	证据引述	真实性核查
1997.11.03	（在经历了道琼斯指数历史上最大的单日跌幅之后，有人建议取消金融市场）：“你如何看待单日550点的跌幅？”“这只是一个开始。”“那你又是如何看待第二天成交量超过10亿的单日337点的上涨？”“那是一个错误。”	同上。

在3年多之后，也就是在2000年1月，道琼斯指数升到了最高点。法雷尔的文章发表时，道琼斯指数是5 882点，而在2000年1月，道琼斯指数的点位已经几乎翻了一番。

埃布尔森很少引用那些与他观点不相符的论据。在1998年6月22日的《华尔街沉浮》专栏中，约翰·赫斯曼解释了为什么市价与账面价值之比、股息收益率和市盈率不能作为投资参考的原因。赫斯曼是对冲基金经理，也是密歇根大学的教授。赫斯曼认为市盈率在判断市场是否过高时用处不大，因为“市盈率中蕴涵风险，以及收入的不稳定性”，而且要考虑到“当利润最低的时候，市盈率就会达到最大值”。在有些时候，股价尽管被过度高估，但是仍然会有很出色的表现。他解释说，“如果盈利很好，通货膨胀在良性的范围之内，利息率较低，并且技术发展趋势良好，那么大势就会很好”，而上述指标正是这些年的写照。

但是在接下来的那个星期，即1998年6月29日，埃布尔森又恢复了原来的论调，他引用了鲍勃·法雷尔的统计数据：每个家庭对股票的投资已经占到家庭总资产的38.3%，这是一个前所未有的数据。这个数据上一次出现是在1968年，当时家庭中有37.9%的资产投入到股票中，“接下来发生的，是很令我们痛心的1969年大股灾”。

埃布尔森一次又一次地向那些预测已经不准确的市场权威人物提供参加讨论的机会，这一行动已经持续了数年。如果哪位预言家能够推断出市场最近的狂热上涨与1929年之前、1973年之前、1987年之前以及日本1990年之前的情形非常类似的结论，在专栏中一定会出现与之相关的几段文字。

在21世纪之初，证券市场的做空者终于等到了股市下跌的日子。在1月14日，道琼斯工业指数达到最高点，在此之后开始了阴跌。纳斯达克的科技股也在不久之后跟随道琼斯工业指数开始了灾难性的、旷日持久的下跌，而这次下跌不由得使我们想起了1973～1974年那段糟糕的时期。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还想起了1864年4月那次股票市场的恐慌，这个情形在威廉·沃辛顿·弗勒1870年出版的《华尔街10年》一书中有所记载：

股灾即将到来的迹象和征兆越来越明显……当（安东尼·W·摩斯）那天早晨进入常规交易部的时候，他发现在股市开盘的锣声敲响之前几乎每个经纪人都渴望尽快抛售手中的股票，就算亏损也在所不惜，而且华尔街的感觉更糟。在11点半的时候，一个经纪人从椅子上站起来，宣布摩士物产（Morse & Co.）的失败。一段令人窒息的沉静，就像暴风雨来临前的宁静一样，在说完这些话之后，暴风雨真的开始了……由一个狡猾的魔术师用大量金色的希望建立起来的魔法宫殿，就像虚幻的庆典一样成了过去……

下午我们很早就下班了。在威廉街街角的交易地点，我们碰到了S先生。他是一个虽然无害但不受欢迎的狂人，一个坏事预言家，他只预言不幸。他已经连续6个星期发出了悲观预言。当他看见我们的时候，他举起手并且发狂地大笑，他这种表现刺激了我们本来已经十分脆弱的神经。“我早就跟你们说过了！我早就跟你们说过了！哈，哈，哈！”我们试图摆脱他，但是他像吸血鬼一样缠着我们，像猫头鹰一样跟在我们身边，而且当他得知我们还没有卖掉手上的股票时，就开始在旁边咯咯地笑。

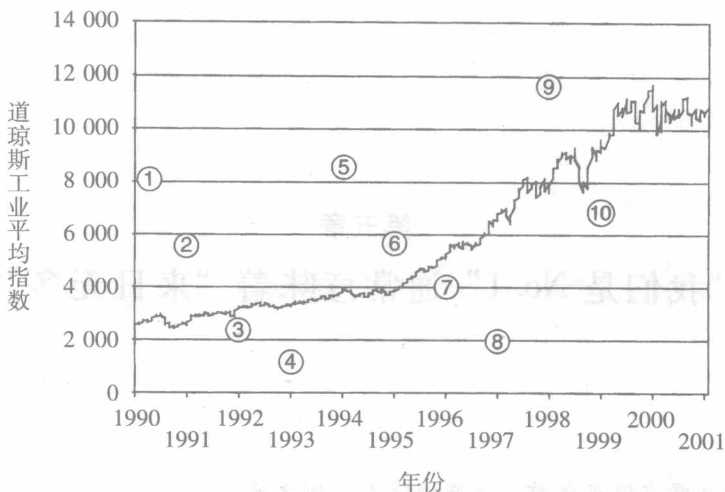
事实上，这是一个完美的胜利。为什么我们不能认为埃布尔森是在写作一部小说呢？正如舍默在《超自然科学》上所指出的，异端邪说不可能正确。

埃布尔森应该为批评华尔街的宣传机器而得到应有的称赞。不仅如此，因为他从来没有从自己写到过的有价证券中获得任何利益，没有人可以质疑他始终恪守的财经新闻业的基本职业道德。我们有一个我们认为同样高尚或者更为高尚的不同方法：我告诉读者我们将要买什么，并且在专栏出版之后按照我们所说的方法来进行操作。这意味着我们和读者在同样的领域进行操作。我们将按照个案的进展情况，和读者一起承受痛苦，分享收益。将筹码公开可以使我们完全集中精力，并且清醒地投入写作。

“当埃布尔森开始看好后市的时候，股票市场的熊市就真正开始了。”这已经成了华尔街的一句格言。我们怀疑这种变化是否会在我们这个时代发生。我们同样不能期盼追随者放弃他们心目中的英雄。此时，他们在信念上有非常大的投入，在精神和经济上都是如此，很难理性地转向，因此会遭受巨大损失。

专栏作家在他一相情愿的预测上所犯的错误是长期的，按照他的预测，如果他不卖出股票，他将会陷入极大的损失中，这种损失将永远都无法弥补。停止卖出是不可能的，无论是在埃布尔森的心里，还是在他的追随者心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



①（道琼斯指数为 2 629 点）：熊市将会从半梦半醒中醒来，并且会张着血盆大口，挥舞着利爪重新回到我们的生活中。(1990. 12. 31)

②（道琼斯指数为 3 101 点）：我们没有发现经济已经恢复到有足够的活力和速度来摆脱目前令人担忧的股价估值水平。(1991. 12. 30)

③（道琼斯指数为 3 250 点）：市场将进行一次大幅调整。(1992. 09. 28)

④（道琼斯指数为 3 442 点）：我们担心这个牛市最多只能再持续 6 个月。(1993. 02. 08)

⑤（道琼斯指数为 3 636 点）：我们认为牛市将会在 1994 年底结束，这也超出了它本来该有的时间跨度。(1994. 06. 27)

⑥（道琼斯指数为 5 000 点）：我们知道气球马上就要破了。(1995. 11. 27)

⑦（道琼斯指数为 5 705 点）：技术指标的下跌是股市整体下跌的前兆。(1996. 06. 24)

⑧（道琼斯指数为 7 442 点）：你如何看待单日 500 点的跌幅？这只是一个开始。那你又是如何看待第二天成交量超过 10 亿的单日 337 点的上涨？那是一个错误。(1997. 11. 03)

⑨（道琼斯指数为 7 539 点，底部仍可支撑）：因为市盈率仍然过高，那么市盈率以及股票市场的下跌将不可避免，这个结局将是非常悲惨的。(1998. 08. 31)

⑩（道琼斯指数为 10 000 点）：即使股票市场又创了新高，涨跌线仍然创了新低。这种情况上次出现是在 1929 年。(1999. 03. 29)

图 4.1　埃布尔森和道琼斯指数（1989～2001）

里都是这样。只要预测还在继续，核灾难就有可能发生，而且会为这种观点提供佐证，因为核灾难会使文明停止，并且导致道琼斯指数下跌到最初三位数的点位。



像其他人一样，我们也会因为财经专栏作家“被从他们的城堡中尖叫着拉出来”而感到伤心。尽管如此，历史将会告诉投资者：在我们的经济中不根据不断变化的证据和结构性变化调整我们的观点，是一种多么荒唐的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章
“我们是 No. 1”通常意味着“来日无多”

骄傲通常在毁灭之前，傲慢通常在跌倒之前。

——《圣经·箴言》

我们可以成为改变世界的一家公司。这可能是历史上第一次出现这样的公司。思科就是这样一家公司。这是一场网络革命……我们可能成为历史上最著名的公司。

——约翰·钱伯斯，思科系统 CEO

大多数人都会同意，在考虑购买哪个公司的股票时，该公司是否具有一个强有力的领导层是一个很重要的因素。那些可以给美好的设想插上翅膀的明星 CEO 可以吸引资本。但是正如古希腊历史学家希罗多德在公元前5 世纪所发现的，权力可以带来令人难以忍受的傲慢，这主要表现在对道德的漠视以及对弱者的欺凌。在领袖的气质和缺点同样突出的领导层带领下，一个又一个公司走向崩溃，这种悲剧在我们所处的时代不断上演，并且给股东的财富造成了极大的损失。

关于网络经济的因果报应已经有很多人进行过描述。但是对美国经济造成更深远影响的是三大新经济蓝筹股的崩溃：安然、思科和朗讯。在 2000 年 8 月 17 日，安然的股价是每股 90 美元，而在 2001 年 12 月 2 日，安然公司却破产了，这是历史上规模最大的破产案。（随后世界通信公司的破产打破了这一纪录。）思科的股价则从 2000 年 3 月的每股 80 美元下跌到 2002 年 10 月的每股 8.6 美元，同一时期内朗讯的股价则从 1999 年 12 月的每股 77.77 美元下跌到每股 0.58 美元。如果在最高位买入总价值为 10 万美元的这些股票，那么其市值可能会跌到5 000 美元以下。

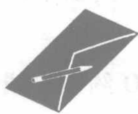
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这3只股票都是20世纪90年代的大牛股，在整个下跌过程中还有数不清的经纪人将其列为向投资者推荐的股票。这些股票的表现已经与人们对美国经济的看法紧紧地联系在一起，以至于在2002年美国退休者协会出版的一期《现代文明》（*Modern Maturity*，它号称全美发行量最大的杂志）杂志中引用了不愿意透露姓名的"专家"的话，该专家在"9·11"事件发生后，股市行情受此影响大挫的时期，仍然把朗讯和已经破产的安然的股票作为安全投资选择推荐给投资者。

我们并不是坚持认为任何这种类型的公司都不可能东山再起，我们相信这些公司有机会再创辉煌。但是在下一个安然事件突然爆发之前，我们应该有所察觉。在2002年1月我们收到读者下面这封来信的时候，我们决心开始认真地从事这项工作。（那时安然的股票已经跌到了每股只有几分钱的价位。）

我是一个退休人员，我把所有的积蓄投资于安然股票，因为它是一家蓝筹公司，并且有很稳定的分红能力。你认为我应该怎么办呢？你认为他们可能重建这家公司吗？如果股价不能回到高点的话，那么能否回到20美元的价位呢？如果你能够回复我的电子邮件，我将感到非常高兴。我现在非常沮丧，而且我非常想知道您对于安然公司未来的看法。谢谢。

为了确定哪家公司的股票将有可能发生深幅下跌，我们研究了那些经常夸夸其谈的CEO，并寻找那些以谦虚闻名的公司高层管理人员。我们深入研究了一个华尔街著名的迷信说法，它说一些做法通常会给公司带来灾难，例如建一座奢华的总部大楼，公司领导人频繁出现在杂志的封面上，以公司的名字命名体育场，或者利用大规模的并购来制造头条新闻。我们的研究显示，上述做法有它的实际意义，并在本章中报道了研究的结果。我们最初的灵感来自于古希腊神话故事，说来也奇怪，这些故事中都有科技天才的身影。



伊卡洛斯的故事

代达罗斯是一个出色的工程师，因为建造了一座带有活水系统的辉煌宫殿而受到克里特岛国王的极大称赞。代达罗斯还建造了一座迷宫来藏匿人身牛头怪兽，这座迷宫是王后为了表示对海神白牛的爱而修建的。当国王得知代达罗斯帮助王后实现了她和白牛的团圆时，他囚禁了代达罗斯。代达罗斯秘密地为自己和儿子伊卡洛斯用蜡和羽毛制造了翅膀逃往西西里。当逃跑时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机来临的时候，代达罗斯叮嘱自己的儿子说：

伊卡洛斯，我建议你走中间路线。

如果你飞得太低，海水会弄湿翅膀；

如果你飞得太高，阳光的热量会使它们燃烧。

在海洋和太阳之间飞翔！按照我给你指引的道路走。

但是伊卡洛斯不能抗拒在高空飞翔的诱惑，结果由于飞得太高，阳光把蜡熔化了，翅膀没有了，他掉进了大海。

伟人和天才最容易受到傲慢情绪的影响，这也给了希腊的悲剧作家和历史学家很多创作的素材。学者认为，叙述那些渴望达到神的高度的英雄得到的惩罚将会提供一种心灵的净化，使希腊人洗涤内心的恐惧和怜悯，而不被这种情绪所麻痹。一些作家把英雄看成是完全无可指摘的。

在华尔街的悲剧中，傲慢通常会产生一些很严重的后果，使人沦为阶下囚。已故的历史学家罗伯特·索贝尔在他 1999 年出版的书中概述了 20 世纪的商业大滑坡，这本书的名字叫做《当巨人困惑的时候：传统商业中的错误以及如何避免》。他在书中论述了导致一些大公司，例如奥斯伯恩电脑（Osborne Computer）、LTV（Ling-Temco-Vought）、施温自行车公司（Schwinn）和帕卡德汽车（Packard Motor Car）步履维艰，甚至破产的 15 条主要原因，其中很重要的一条就是傲慢。（在索贝尔列举的原因中还包括裙带关系、非战略扩张、投机取巧、孤立和依赖。）

傲慢来自于那种凌驾于世界之上的感觉。令人尊敬的著名英国谈判专家哈罗德·尼科尔森在他 1939 年出版的名著《外交学》中明确地说："在谈判代表身上很难会出现傲慢的情绪……傲慢可能会导致种种缺陷，例如不严谨、容易激动、急躁、感情用事，甚至是虚伪。"

傲慢的"首要元素"在下面的事例中得到了体现：思科的 CEO 约翰·钱伯斯在 2000 年 2 月谴责硅谷的经理人授予员工期权的做法，这种期权允许经理人和员工在仅仅工作 3 年之后就可以卖出期权，在钱伯斯看来这会削弱他们公司的价值。但是，根据一个在线新闻网站的报道，钱伯斯在发表上述警告前的 17 天刚刚在接近最高价的位置卖掉了手中 115 万股的思科期权，得到了将近 1.429 亿美元。

思科和安然都采用巧妙的方法来掩盖公司会计报表上的债务。在 2002 年，《华尔街日报》的一篇报道引起了轰动。报道中指出，安然公司的销售人员通过与类似 Fat Boy、Ricochet、Load Shift、Get Shorty 和 Death Star 等昵称的人进行交易来秘密地拉高加州的消费能源价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司说谎秀

除了权力上的傲慢之外，在公司傲慢和衰败的故事中有一个普遍的主题：公司的管理层都是看分析师的脸色行事，为了投分析师所好，他们会说一些清楚或含糊的谎言。在给我们的一封电子邮件中，一位研究行为不确定性的弗莱瓦博士观察发现，"分析师喜欢扮演'救星'的角色"。她认为在有些时候，分析师很喜欢某个公司管理层所说的话——其实就是诺言——会通过鼓励自己任职的公司向对方公司提供廉价的资本，以帮助把这些话变为现实。"在别的情况下，这个谎言常常不能成立，迟早会被揭穿。"她指出，一些成功的交易员通过他们的艺术和人文背景尝试进行"角本分析"。他们倾听公司讲述的谎言和市场上的谎言，并且根据对这个谎言好坏的判断及其如何展开的判断，做出自己的选择。

有这么一个心甘情愿的听众，CEO 所需要做的就是做适当的吹嘘。但是当 CEO 都开始相信自己所吹嘘的东西时，灾难就要降临了。

朗讯、安然和思科的领导人除了说谎之外一无是处。在朗讯，卡莉·菲奥莉娜推出了一个耗资 9 000 万美元的建设标志性建筑的项目，正如 1999 年 8 月 2 日《商业周刊》的封面故事所说的，这项工程"有助于实现公司从单一的电话设备制造商转型为互联网的参与者，并且为新经济的发展提供设备"。广告语是："谁站立在通信革命的中心？"在接下来的 3 年中，朗讯的股票价格下跌了 97%，购买该公司股票的投资者都觉得当初应该把钱投入一个更加单一的行业中。

1999 年，安然公司的主席肯尼思·莱吹嘘说，在 20 世纪 90 年代安然公司的总资产增长了 9 倍，达到了 400 亿美元。"在下一个 10 年中，我们仍将保持同样的增长速度。"他面对那些对他充满敬畏的石油和燃气经理人发表了这样的预测。两年以后，安然破产了。在 2001 年 8 月 14 日，也就是在安然破产前不久，莱在给其员工的一封电子邮件中写道："我们的表现已经达到了最好的状态，我们的商业模式已经达到了最富有活力的状态。在当今美国的商业中，我们拥有最好的组织。" 5 个月之后，这封电子邮件作为证据，被拿到了听证会上。

卡莉和莱走的都是前人的老路。思科的 CEO 钱伯斯在 1999 年发表公司的利润将以每年 30%～50% 速度增长的预测之后，接连 4 个季度思科的利润下降幅度均超过 50%。思科是一个真实的现代悲剧，而钱伯斯则不愧为一个地道的说谎者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思科的说谎者

当钱伯斯还是一个孩子的时候，他患了诵读困难症。他后来获得了法律和商业的学位，但是他仍然不喜欢阅读。与其他许多取得成功的诵读困难者一样，他用超人的记忆力弥补了自己在阅读方面的不足。他通常在演讲的时候不需要准备稿子。

他的第一份工作是 IBM 的售货员。《华盛顿邮报》在 2001 年 4 月 6 日刊登了关于钱伯斯的一个简单介绍，作者是该报记者马克·莱博维茨。这篇文章中提到，钱伯斯仍然记得当时招聘人员对他说的那句话："你销售的不是技术，而是梦想。"不久后，他成了 IBM 公司中一个著名的销售人员，接下来他去了思科，在那里，他不知疲倦地宣传新世界的网络梦想，而这个梦想的中心就是思科。莱博维茨写道："在钱伯斯的销售方式中隐约含有不可战胜的信息。"1996 年 8 月，也就是在成为 CEO 一年之后，钱伯斯告诉《今日美国》的记者："在这个行业中只有一家企业可以决定这个行业的命运，这家企业就是思科。"钱伯斯不断与克林顿总统以及世界其他国家的领导人进行会谈，不断推广他的网络梦想。在 1998 年，《福布斯 ASAP》杂志将思科选为世界最具活力的公司。1999 年 9 月 13 日，钱伯斯成为《商业周刊》的封面人物，并被授予"网络世界第一销售专家"的称号。

到 1999 年 9 月为止，股票期权已经使思科的 17 000 名员工中诞生了 2 000名百万富翁。钱伯斯利用他的销售才能，通过分发冰激凌和糖果，使公司的人事变动保持在尽可能低的水平。尽管如此，在他的讲话和冰激凌背后，思科在对于他们的成长梦想至关重要的价值高达 2 250 亿美元的市场上并没有赢得多少份额，这个市场就是向那些大的本地电话公司销售设备。1999 年，思科在整个电话设备市场上的销售总额比例不到 1%。贝尔公司更愿意从思科的主要竞争对手那里购买设备，思科的主要竞争对手包括朗讯和加拿大的北电（Nortel），而朗讯一直被钱伯斯蔑称为"旧世界"的公司。

1999 年 8 月 26 日，思科同意购买 Cerent，这是一家成立只有两年、从事光纤网络设备生产的公司，共有 285 名雇员，市值为 69 亿美元。1999 年 9 月 15 日，钱伯斯在《60 分》节目中对主持人黛安·索耶说："我们打算改变本行业中的每件事物。"

2000 年初，规模比较大的公司为了迎接新世纪而购买电脑和网络设备的热潮已经结束。对于公司未来成长前景的怀疑开始浮出水面，钱伯斯则完全不同意这种观点。思科公司的经理人仍然预测在那些经济发展势头依然强劲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的地区的分公司中，销售额的增长仍然会保持在30%～50%之间。2000年2月9日《洛杉矶时报》的一篇文章报道了思科公司的这些预测。

2000年3月，网络股的股价达到了历史最高峰，随后开始逐渐下跌。3月27日，思科公司的股价达到了每股80.06美元的高点。在随后的18天内，股价跌幅达到了29%。但钱伯斯仍然非常乐观，他把思科比做战争岁月中的武器贩运者。"我们对于每件事都非常在行，"钱伯斯在2000年5月15日再次成为《商业周刊》的封面人物，并发表了这一讲话，"我们向每一个人销售武器。"越来越多的公司调低了自己的增长预期，但是钱伯斯没有这么做。2000年8月1日《CIO杂志》的一篇文章提到，钱伯斯坚持认为公司仍然可以长期保持30%～50%的业绩增长率，这篇文章称，思科用公司的追踪软件"像神一样每时每刻关注商业中的每一个角落"。但不幸的是，那些思科产品的购买者害怕短缺，因而增加了订单。到2000年底，需求出现了明显下滑。思科公司的主要客户——电信运营商和互联网公司的数量开始下降。思科生产的开关产品的价格下跌到了每件只有15美分的价位。

尽管出现了这种不利的局面，钱伯斯仍然宣传他的谎言。2001年1月17日，在新德里举行的印度工业联合会的会议上，钱伯斯对听众说："利用国际互联网进行语音传播和数据传输很可能会变成免费的……通过互联网进行教育的时代将会到来，教育也将因此发生根本变化……电子商务在今后5年中将会有超过5倍的增长……"钱伯斯说思科会向世界上的每一家公司学习，并将在今后4年中进入的每一个领域中都达到第一或者第二的水平。

2001年2月6日，钱伯斯未能达到华尔街分析师对思科公司的预期。他"像神一样的预测能力"失灵了。3月，钱伯斯宣布裁员16%，即8 000个工作岗位，并承认思科的增长速度从2000年11月的70%下降到了2002年1月和2月的负值。他告诉《华盛顿邮报》的记者："从来没有哪家公司的业绩下降得如此之快。"而在此之前，思科公司还被评为"历史上盈利能力最好、增长速度最快的公司"。

在接下来的4个季度中，思科的收入不断下降，这也破坏了连续40个季度的增长趋势。思科公司的股票市值最高曾经达到过5 320亿美元，使它毫无疑问地成了美国最具投资价值的公司。到2002年10月为止，这家公司的股票市值已经下降到620亿美元。

管理人员的吹嘘

我们的朋友埃德·格罗斯在扑克游戏中非常善于算牌，他离开了拉斯韦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加斯的赌场，现在他的职业是期权交易商和做市商。他认为即使最有技巧的赌徒最终也会以失败而收场。

管理人员的吹嘘也可能使公司的股价以相同的方式下跌。这已经成了一种普遍存在的缺陷，这种缺陷通常被称为“你登顶了吗?”2002 年 2 月出版的《户外》杂志中有一篇关于登山搜救的解释性文章，其中谈到每当一个登山者从高处下来的时候，旁观者通常不会问“你觉得高兴吗”或者“你有什么收获吗”，而是会问“你登顶了吗”。对于登顶的过分执著，而不考虑当时的条件和登山者的能力，是导致灾难产生的重要原因。许多著名的登山事故，包括 1924 年英国人马洛里攀登珠穆朗玛峰的事故，都可以归结到这一点上来。

一旦登上顶峰，CEO 都希望可以长久地待在那个位置上，但是在顶峰的竞争是最激烈的。竞争者会使用各种各样的方法制造或者销售产品，以达到追赶的目的，这时的消费者是反复无常的。当 CEO 坚信他们在某方面是最棒的时候，就会产生一种不败的傲气，这种傲气很可能会导致灾难的降临。那些由于吹嘘而显得很不谦虚的 CEO 通常不愿意面对苛刻而且不断变化的市场，可能是因为他们发现吹嘘比单纯为了追求利润而花费大量的精力要简单得多。在最糟糕的个案中，吹嘘可能成为一种掩饰严重问题的手段。

1936 年，爱因斯坦在纽约举行的一次关于教育的讲话中就这个问题进行过详细阐述：“渴望被赞成和赏识是一种正常的动机。但是如果渴望自己比同事或者同一领域的学者更好、更强、更聪明的话，则极有可能产生一种过度自我的心理状态，这可能会对个人和社会造成危害。”

处在领先地位的渴望并非只在 CEO 身上才会出现，货币基金经理同样受到这种倾向的困扰。一个读者针对我们就傲慢问题所做的一期专栏内容给我们写了一封信，他在信中写道：“尼德霍夫是傲慢导致失败的最好的例子。在 1996 年，他成为最好的对冲基金经理，随后，他写了一本书，书中有他在很多会议上的重要讲话，在这之后，他很快就销声匿迹了。”

我们不能否认这封来信内容的真实性，但是我们可以保证未来维克多不会再努力成为对冲基金世界中的 No. 1，他已经学会了如何凭借“可靠和稳定”赢得比赛。投资组合的力量在于从买卖交易中获得稳定的、超过 10% 的收益率，虽然这一数字不高，但是复利的力量足以达到任何投资者的要求。如果要求的回报率过高，伴随的风险也会非常大。这种多余的风险可能是毁灭性的，特别是对手的资金比你的资金大得多的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

傲慢和胆大妄为

我们希望在虚幻的想法和伟大的愿景之间画一条明显的界线。自信是成功的先决条件，但傲慢是一种过度的自信，而这种自信很难支持事实。唉，我们都不是完人。当那些受到傲慢情绪影响的人试图维持身在顶峰的感觉时，陷阱就随之产生了。

维克多的父亲亚瑟·尼德霍夫对于自己作为警官、律师和学者所取得的数不清的成就一直保持着非常谦虚的心态。1970 年至 1971 年的冬天，亚瑟·尼德霍夫在为《康涅狄格法律评估》所写的一篇文章中，很好地描述了傲慢和自信之间的区别。维克多的父亲研究的课题是在审判"芝加哥 7"（Chicago 7）的过程中法官所表现出来的傲慢。全美律师协会关于司法道德的规定要求法官要"温和、专注、耐心、公正"。当被告博比·希尔的律师不得不去医院的时候，法官朱利叶斯·J·霍夫曼拒绝了延期审理的请求。他还要求两个没有保证金的律师接受监禁，监禁的理由是蔑视法庭，而且他还不断打断辩护律师的讲话，完全拒绝了辩方的提议。维克多的父亲写道：

> 一个联邦法官怎么能对被告那么粗暴？我们认为解释这种现象产生的最好原因就是傲慢。

如果你能够做到，就不是吹嘘

我们应该如何将安然、思科和朗讯这样的公司与基因技术公司（Genentech）这些曾经因为提出利用生物技术来发展制药业的想法而被别人嘲笑的成功企业区分开来呢？基因技术公司正是按照他们所说的那样去做的，他们成为第一家获得美国食品与药品管理局生物技术药物认证的企业。随后罗氏公司（Roche）通过一系列的股票收购，取得了这家公司的所有权，收购时的股价是其在 1986 年发行上市时原始股价的 7 倍。即使在长期的技术下跌之后，截至 2002 年 7 月，纳斯达克 100 指数中还有 23 家股票的价格在过去的 5 年中涨了 3 倍，有些公司的股价甚至涨了 6 倍以上。

我们应该如何区分下面的这两类公司呢？一类拥有雄心壮志，甚至想去摘天上的星星，另一类则脚踏实地地做那些最不受人关注，但非常必要的事。

作为科学家，我们需要量化傲慢的后果。首先我们使用 Google 在网络上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



搜寻一系列表示吹嘘的词组。“我们是最好的”，“最好的公司”，“我们是 No. 1”之类的词条总数超过 10 万条。我们发现 11 家公司使用了这类不可思议的词组。我们在玛莎公司和 Priceline 网站中找到了可以进行评估的好例子，尽管在这两家公司的资料中并没有出现精确的表示吹嘘的词组。接下来我们将这些公司的股价与 S&P 500 做了比较，比较时间从这些公司发表傲慢的言论开始，一直到 2001 年底。

由于样本数量过小，在统计上尚不具有可信度，但我们确实得出了一个令人吃惊的坏结果。这些公司股票的平均业绩比同期 S&P 500 指数要低 24 个百分点。5 家公司——安然、捷威公司、人类基因科学、Priceline 网站和斯普林特 PCS 公司的股价下跌了 50% 以上（见表 5.1）。

尽管我们可能遗漏了一些吹嘘的言辞，我们仍然努力将所有满足标准的公司都包括在内，而不考虑它随后的表现如何。

表 5.1　有吹嘘行为的 13 家上市公司

股票	引证时间	证据引述	截至 2002 年 1 月 14 日股价的变化率	与 S&P 500 的差别（%）
大陆航空（CAL）	2000. 01. 18	“我们是占据未来最好位置的航空公司。”	-27	-5
戴尔电脑（DELL）	2000. 09. 28	“在同行业中，我们是英国、瑞典、爱尔兰和法国的 No. 1。”	-16	6
达美航空（DAL）	2001. 06. 14	“我们是同行业中最好的。”	-31	-25
安然（ENE）	1999. 12. 31	“从世界上领先的能源公司变成世界上领先的公司！”（在 1999 年后期，这条标语被悬挂在总部的门口。）	-98	-76
富达国民金融（FNF）	2000. 06. 14	“我们在所有主要金融指标上都排在第一名。”	45	68
捷威公司（GTW）	1999. 03. 26	“捷威的目标是互联网行业的 No. 1，并不是因为我们是最大的，而是因为我们是最好的。”	-80	-69

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

股票	引证时间	证据引述	截至2002年1月14日股价的变化率	与S&P 500的差别（%）
人类基因科学（HGSI）	2001.05.07	"我们是No.1，而且至少要大一个数量级，也有可能是两个数量级。"	-52	-42
毕马威咨询（KCIN）	2001.06.07	"在这个行业中我们是最棒的。"	-6	5
LaSalle Hotel Prop（LHC）	2001.07.02	"在1999年，我们是房地产信托投资公司中表现最好的。"	-33	-25
玛莎公司（MSO）	2001.08.21	"只要我想做，我甚至可以使铁弯曲。如果我足够努力的话，我可以改变任何东西。"	-15	-14
Priceline 网站（PCLN）	1999.08.17	"我们将会改变全球商业的环境DNA。"	-92	-77
瑞理国际公司（RATL）	2000.04.20	"我们是华尔街最好的保密机构。"	-38	-17
斯普林特PCS（PCS）	2000.07.21	"我们是最好的无线电话运营商。"	-71	-48
		平均	-39	-24

渴望胜过他人的雄心促使公司变得越来越强大，过分的吹嘘则使伊卡洛斯飞得太靠近太阳而掉进了大海，所以这两者之间永远都存在着相互制约的关系。这一点在大陆航空体现得非常明显，在2002年1月17日的专栏中，我们曾经提到过这家公司并且将其作为一个浮夸公司的例子，那天专栏文章的题目是：《"我们是No.1"通常意味着"来日无多"》。（因为这家公司曾经说过"我们是占据未来最好位置的航空公司"，所以我们才会对这家公司非常关注。）这家航空公司的公共关系总监在专栏发表之后立刻发了一封信给我们："我们能做什么呢？我们是公认的最准时的航空公司，公认的乘客最满意的航空公司，按照你所说的，这就是你认为我们将会短命的原因吗？"事实上，我们曾经特别说明，我们并没有说那些吹嘘的公司一定会短命。我们从来没说过短命会使市场产生向上的运动。然而，大陆航空的股票价格在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后的6个月中下跌了61%。

寻找谦虚

为了进行对比，我们开始寻找谦虚的公司经理人。我们希望找到一个与网球场上的桑普拉斯、棒球场上的安德森、橄榄球场上的佩顿、篮球场上的迈克·沙舍夫斯基、曲棍球场上的韦恩·格雷茨基有相似之处的公司经理人。安德森曾经说过："我爸爸告诉我，'儿子，善待每一个你遇到的人，像对待重要人物一样友好地对待身边的所有人。'"我们希望一家公司中有一个能说这种话的经理人。

我们对过去3年中发表的成千上万篇文章进行搜索，我们输入"CEO"和其他的关键词，诸如"低调的"、"实际的"、"谦让的"和"不傲慢的"等同时搜索，共发现了10家这样的公司。它们是全州保险公司（Allstate）、整形外科设备公司（Biomet）、好市多（Costco Wholesale）、伊莱克斯（Electrolux）、洛克希德马丁（Lockheed Martin）、沃尔玛（Wal-Mart Stores）、综合森林产品公司（Weyerhaeuser）和白山保险集团（White Mountains Insurance）。

我们将这些谦虚公司的股票表现与S&P 500进行了比较。结果表明，这些公司股票的市场表现要比同期市场的整体表现好40%。我们进行统计的时间段是从含有这些关键词的文章的载明日期到2002年1月21日。

当吉姆·柯林斯在2001年10月出版《从优秀到卓越》① 时，谦虚的公司得到了关注。

柯林斯发现11家公司具有实际的、关注细节的风格，这种风格使这些公司成了卓越的公司，这些公司包括美国雅培公司（Abbott Laboratories）、电器城（Circuit City）、房利美（Fannie Mae）、吉列（Gillette）、金佰利（Kimberly-Clark）、克罗格（Kroger）、纽科钢铁公司（Nucor Steel）、菲利浦·莫里斯（Philip Morris）、皮特尼·鲍斯（Pitney Bowes）、沃尔格林（Walgreen）和富国银行（Wells Fargo）。在这些公司变为卓越公司之后的15年里，它们的利润是同期市场利润的7倍。如果在1965年对实现从优秀到卓越转变的公司投资1美元，那么现在已经可以得到471美元，而同期整个市场的平均收益仅为56美元，也就是说，投资这些公司所获得的收益几乎是市场平均收益的8倍。

① 该书中文版由中信出版社于2002年出版。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名望不过如此

这些公司的CEO都不爱出风头，不为人所注意。"在名望的缺失和实现从成功到卓越的转变之间存在着直接的关系。"柯林斯在2001年10月《快速公司》（*Fast Company*）杂志的一篇采访中提到，"为什么呢？首先，当你有名望之后，这家公司就变成了一家由'一个天才和1 000个助手'组成的公司。"这样就会让人产生一种感觉，即所有的事都与CEO有关。在一个更深的层次上，我们发现对于那些已经很成功的领导人来说，他们的雄心是使工作和公司变得伟大，而不是使自己变得伟大。

人们已经根据柯林斯科学的研究方法做了很多工作。这本书总共创作了5年之久，涉及21名研究人员，柯林斯亲切地称呼这些人为黑猩猩。我们总共花了6个月的时间，并且占用了大量的计算机空间来验证这些公司的现状是否与书中相吻合。有一点需要说明的是，因为柯林斯首先根据公司出众的市场表现来选择公司，所以这些公司有此表现。这里没有预期的证据，没有科学的发现，因此除了传闻之外，没有任何别的原因使我们相信，那些拥有这些特点的领导人或者公司在未来的表现会与那些未入选者产生如此大的差别。

《从优秀到卓越》这本书采集数据的截止时间是2001年6月。我们更新了数据，数据的截止时间变成了2002年2月（表5.2）。

表5.2　实现从优秀到卓越的转变的公司股票的表现（2001.6～2002.2）

公司	变化率
雅培公司	-18.2
电器城	-2.8
房利美	-12.2
吉列	8.4
金佰利	3.9
克罗格	-23.9
纽科钢铁	12.4
菲利普·莫里斯	-4.2
皮特尼·鲍斯	-7.0
沃尔格林	3.3
富国银行	5.7
平均值	-3.2
S&P 500	-27.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这8个月的时间里，股市经历了历史上最严重的下跌，而这11家公司股票的平均表现为-3.2%，好于S&P 500二十多个百分点。

我们愿意相信，柯林斯发现的这些公司的股票表现将会在以后很长一段时间内维持下去。对于CEO来说，有一种非常丑陋的趋势，就是这些CEO开始吹嘘公司的卓越性，而不是将注意力放在追求卓越上。

谦虚是什么

发现谦虚的标志要比发现傲慢的标志难得多。有很多不同的表述可以表示谦虚，但是只有几种特定类型的词组才能表示傲慢。迪奇·迪安曾经说过："如果你能够做到，就不算是吹嘘。"英国国际象棋大师奈杰尔·戴维斯告诉我们，乔斯·劳尔·卡帕布兰卡曾经说过，"随着我一个个地摧毁对手的棋子，我的优势就变得越来越明显。"卡帕布兰卡是1921~1927年间的世界冠军，而且可能是历史上最具天赋的国际象棋选手。

戴维斯在2002年1月19日写给我们的一封电子邮件中提到："这是傲慢吗？不如说是一个事实更为准确。相对于表面的傲慢来说，我对于表面的谦虚更为警觉。那些伪装谦虚的人更加傲慢，更有欺诈性。"

当使用搜索引擎进行搜索时，伯克希尔·哈撒韦是我们找到的提到谦虚次数最多的公司。但是该公司的CEO沃伦·巴菲特却在1999年11月22日出版的《财富》杂志上发表了下面的讲话：

> 假如我1903年正在基蒂霍克，当奥维尔·怀特准备起飞的时候，我可能非常有远见，而且会非常有公益心地将他的飞机打下来……从1919年到1939年的20年里，总共有大约300家飞机制造商，但现在只有少数还存在于世界上。

显然，"世界上最伟大的投资者"已经彻底相信，他将会帮助诸神来惩罚今天那些想高飞的伊卡洛斯们。

摩天大楼指标

> 在21世纪，就像在胡夫建造金字塔的时代一样，毫无疑问会有很多越来越高的大楼产生，尽管建造这些高楼通常需要很大的努力，而且没有正当的经济理由。这些大楼之所以产生就是因为富人和权势人物有些时候仍然会用传统的方式证明自己处在最高峰来获得满足。
>
> ——威廉·J·米切尔，《我们还需要摩天大楼吗》（《科学美国人》杂志）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一家公司、一个国家或者一个民族越来越频繁地建造一座座高大而且浪费的大楼，那么灾难将很快降临。在公元前2800年的巴比伦时代，统治者宁录尝试建立"一座通天塔，这样我们就可以在历史上留名"。《圣经》中写道，上帝使建造通天塔的人陷入混乱之中，因而永远停止了建设。

一直到现在，还有很多例子表明在高楼修建之后，将很快会有灾难发生。大家一定都还记得，世界上现存最高的大楼，马来西亚的双子星塔于1997年在吉隆坡建成，那一年马来西亚的股市下跌了50%。1999年12月28日，纳斯达克耗资3 700万美元的交易所大厦在曼哈顿时代广场建成，并举行了世界上最大的视频显示器的揭幕典礼。在3个月之后，纳斯达克综合指数开始了历时18个月，高达70%的大幅下跌。当2002年安然宣告破产的时候，由世界著名建筑师西萨·佩里设计的一座40层高的公司大楼即将完工。

约翰·纽比金开办了一家叫做纽约摩天大楼（nycskyscrapers. com）的网站。他写信给我们说："我被美丽的大楼完全欺骗了（没有考虑到安然真实的经济状况）……根据大楼的外表判断，安然像是所有能源公司中最好的一家。我坚信他们很大，拥有各种各样的创新资产，而且他们的分支机构遍布全美国。"

在2002年10月10日，安然崭新的摩天大楼被以其3亿美元造价的1/3的价格出售，用来偿还公司所欠债权人的50亿美元债务。

一幢伟大的新楼确实会令企业焕发生机。在1953年进行的一场建筑研讨会上，一位不愿意透露姓名的美国铝业公司管理人员在接受采访时说了下面的这段话：

我们曾经把自己看成那种沉寂、保守的公司，但是你现在应该开始关注我们了！在全美最具实验性的办公楼里工作将使我们所有人具有一种年轻无畏的情绪。我想我们所有人都开始振作起来了。

一位建筑师的观点

为了进一步揭示现象背后的本质，我们专访了麻省理工学院建筑与设计院的院长威廉·米切尔，并且进行了数次电子邮件交流。在1997年12月由《科学美国人》杂志主办的题为《我们还需要摩天大楼吗》的研讨中，米切尔认为计算机和无线电通信革命已经使我们不需要将大量文档和办公室人员集中在豪华的市区大楼内了。在2001年9月11日，纽约的世界贸易大厦被炸之后，他的意见显得非常具有预见性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们发现米切尔教授的办公室里堆满了像摩天大楼一样高的书架，足有两人高。（以书架的形式集中使用办公室里宝贵而且有限的资源，使我们想起了城市经济学中的一个主要发现：土地的价值越大，那么在这片土地盖的楼越高就越节约，也越能集中资本和劳动力。）这个教授拥有很多头衔，也拥有很多理论。他每隔一两年都会写一本书，是学院的院长，教授一些课程，并且是麻省理工学院一项耗资5亿美元的计算机、信息和智能科学中心修建计划的建筑顾问。

米切尔说，世贸大厦的袭击事件突出支持了另一项反对修建摩天大楼的理由：安全考虑。为了减少自然灾害发生时造成的损失，同样要求分散。

由于米切尔提出了那些支持他的"摩天大楼无用论"的例子，我们开始向米切尔施加压力。他的女儿正要进入纽约大学斯特恩商学院学习，我们请他设想一下他会在她的毕业典礼上对投资者提供什么建筑方面的教训。

米切尔说："摩天大楼存在的基本目的，就是利用市中心集中的基础设施和人口。"市区的地价非常昂贵，所以现在产生了一种趋势，就是建造尽可能高的楼以取得最大的投资回报率。"但是你的楼盖得越高，结构（支持整个楼的骨架，并且提供抗风的能力）和垂直循环系统（电梯、管道）分担的比例就越大。"不管一个地理位置多么值钱，你最终都会达到一个高度，在这个高度，继续增加层数对你的经济利益没有任何帮助。在技术上我们有可能超过这个高度，但是这么做只是为了显示自豪和声望，或者追求"最高"的虚名。曼哈顿的世贸大厦和吉隆坡的双子星塔都是摩天大楼中的典型代表，这些大楼都超过了合理的高度，而其目的就是为了得到关注和声望。

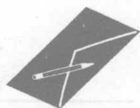
他接着说，投资者应该仔细审视那些希望获得"最高"头衔的公司。"我怀疑你们将会发现，追求'最高'头衔将是体现那些CEO或者公司的傲慢的好证据。我不仅会关注那些'世界上最高的'，而且会关注更加本地化的——这个国家、这个州、这个城市中最高的。而且我同样会密切关注那些密度和土地价格与楼高不符的地方建的过高的楼；与在美国奥马哈建立的摩天大楼相比，在香港建立摩天大楼的意义明显要大得多。"

"在盖楼的时候，"他总结说，"大一些可能会好一些，但是最大通常不是最好。"

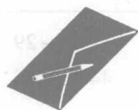
最佳使用，还是吹嘘

尽管米切尔教授的理论听起来非常有道理，我们对他也非常尊敬，我们仍然认为需要进行定量测试。毕竟还有很多公司兴建摩天大楼不是出于傲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



慢，而是正常商业活动的需要。主要问题在于，那些非常高的市区大楼代表着不节约的傲慢，而且会在股市上得到应有的惩罚，还是通过令银行家、律师、会计师和商人进行面对面沟通的机会大量增加而使昂贵的土地达到最合理的应用的。



因此，我们又一次拿起了我们最喜欢的工具——铅笔和信封的背面来进行一些统计。这种方法不仅适用于检验关于高楼的理论，而且适用于检验关于市场的任何其他理论或者一些被广泛接受的传统观念。

为了检验的需要，我们按照美国高层建筑和城市居住区委员会所列出的世界上最高的100栋楼的名单，从中选择那些上市公司建立的摩天大楼。结果显示，在建成这些大楼之后的1年、2年和3年的时间里，与同期道琼斯工业指数相比，这些公司的股票表现分别要差9、19和22个百分点（见表5.3）。

亚洲那些摩天大楼在过去10年中的趋势也为米切尔的论断提供了进一步的支持。在1990年，世界上最高的50栋楼全部都在美国；在2002年，在纽约世贸大厦被袭击之后，世界上最高的10座楼中有6座在亚洲。我们不需要详细说明在20世纪90年代亚洲股市是多么悲惨。

如果仔细观察那些修建高楼的公司，情况可能比表面上看到的还要糟糕。有很多摩天大楼刚建成时是世界上最高的大楼之一，但是现在已经被拆除或者破坏了。在大多数情况下，大楼的拆除和破坏与建造这座大楼的公司破产之间有紧密的关系。1908年建立的美国Singer大楼、1930年建成的曼哈顿大楼和中心大楼，以及1890年建成的纽约世界大楼都已经不复存在了。



有一个问题对于建筑来说具有普遍性，但是对于每一座大楼来说可能又是一个特殊的问题，这个问题就是大楼主人的财富和需要可能会在从设计到完工这段时间内不断发生变化。建设这座大楼原本的目的是为那些最优秀、最聪明的律师、工程师、金融家和会计师提供一个场所，使他们能够面对面地交流想法，但是当越来越多的专业人士更喜欢在乡下的田园中利用高速网络工作，而不是花费两个小时的车程去拥挤的市中心工作的时候，这种设计就显得过时了。因此，像市场一样，建筑也符合周而复始永远变化的规律。

对各方面的综合考虑显示，这些高楼所产生的结果支持了下面的假设：傲慢预示着随后糟糕的股票表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.3 在完成"世界最高"大楼之后的股票表现

（在连续的 1 年、2 年、3 年间股价的变化与道琼斯工业指数变化的比较）

公司	大楼完工时间	时间（%）		
		1	2	3
德国商业银行	1997	-21	-11	-29
道琼斯工业指数		16	44	36
国民银行（亚特兰大）	1993	-4	42	103
道琼斯工业指数		2	36	72
国民银行（北卡罗来纳州夏洛特）	1992	-7	-10	33
道琼斯工业指数		13	15	54
太阳信托银行	1992	9	18	76
道琼斯工业指数		13	15	54
美国银行	1992	3	9	57
道琼斯工业指数		13	15	54
梅隆银行	1991	52	52	32
道琼斯工业指数		5	18	21
AT&T	1989	-35	-14	12
道琼斯工业指数		-4	15	21
IBM	1988	-23	-7	-27
道琼斯工业指数		27	21	46
第一银行公司	1987	-7	35	16
道琼斯工业指数		12	42	36
国民银行广场（达拉斯）	1985	-49	-61	-40
道琼斯工业指数		23	25	40
国民银行中心（休斯敦）	1984	26	-35	-51
道琼斯工业指数		28	56	60
第一洲际银行	1983	-3	26	24
道琼斯工业指数		-4	23	51
Transco	1983	35	42	11
道琼斯工业指数		-4	23	51
花旗集团	1977	-12	-8	-18
道琼斯工业指数		-3	1	16
约翰·汉考克金融集团	1976	-11	-18	-28
道琼斯工业指数		-17	-20	-17
西尔斯	1974	-3	13	-3
道琼斯工业指数		38	63	35

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

公司	大楼完工时间	时间（%）		
		1	2	3
第一洲际银行	1974	0	7	33
道琼斯工业指数		38	63	35
阿莫科	1973	0	-5	5
道琼斯工业指数		-28	0	18
Transamerica	1972	-35	-56	-55
道琼斯工业指数		-17	-40	-16
USX	1970	-13	-11	-9
道琼斯工业指数		6	22	1
美洲银行	1969	-17	-10	17
道琼斯工业指数		5	11	27
通用电气（GE）	1933	0	18	40
道琼斯工业指数		4	44	80
克莱斯勒	1930	-29	-43	1
道琼斯工业指数		-53	-64	-39
伍尔沃斯	1913	1	-2	5
道琼斯工业指数		-31	26	21
		差别（百分点）		
1年公司平均表现	-5.7			
1年道琼斯工业指数平均表现	3.3	9		
2年公司平均表现	-1.2			
2年道琼斯工业指数平均表现	18.3	19.5		
3年公司平均表现	8.2			
3年道琼斯工业指数平均表现	30.3	22.1		

杂志封面指标

正如我们佛罗里达的律师朋友威廉·哈勒尔所指出的，“傲慢通常会通过一些方式表现出来，这样我们可以感觉到它的存在，而谦虚就不会有这种表现。”因为媒体需要爱出风头的人上封面，我们考虑到那些经理人出现在商业杂志封面的公司的表现问题。“如果神灵打算毁掉某个人，首先就会把这个人放到《商业周刊》的封面上。”这是2001年8月17日安然的肯尼思·莱和保罗·克鲁格曼在为《纽约时报》所写的文章中提到的。克鲁格曼并没有提供任何数据来支持他的结论，而是按照常规的方式，使用奇闻逸事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说明对于市场依赖性的下降和对于政府干预的依赖性的提高。

事实上，许多公司的CEO在登上《商业周刊》的封面之后都取得了很大的成就。要使这一切变得清楚起来，我们需要列举所有曾经出现在《商业周刊》封面上的公司在足够长的一段时间内随着市场变化的表现，并且比较这些公司在其后一段时间相对于市场的表现，这样我们才能得出在统计学上可靠的结论。

我们研究的对象是《时代周刊》年度人物奖的获得者，这个奖项可以回溯到1926年，通过这些研究我们确实找到了傲慢的祸根。第一家接受这项荣誉的公司是克莱斯勒汽车，获奖时间是1928年。在其后的一年，《时代周刊》把奖颁给了通用电气的总裁欧文·杨。在这之后的两年里，这两家公司的业绩都下降了大约70%。最近得到该奖项的经理人是杰弗里·贝佐斯，他是亚马逊网站的创始人，获奖的时间是1999年12月27日。在之后的一年间，这家网上书店的股票价格下降了80%。

现在看起来，只有在牛市中的公司和商业人士才能登上《时代周刊》杂志的封面。我们发现的另外4个例子是1955年获奖的通用汽车主席哈洛·赫伯特·科蒂斯、1991年获奖的CNN的创始人泰德·特纳，以及1997年获奖的英特尔主席和首席执行官安迪·格鲁夫。平均看来，获奖的这6家公司在得奖之后的两年中，业绩平均下降了10%，而同期S&P 500的平均涨幅为20%。

因为《商业周刊》的封面和《时代周刊》的奖项数量都不能从统计上得出有效的结论，我们研究了从1997年到2001年中每一家出现在《福布斯》杂志封面上的公司。研究结果显示，这些公司在登上封面之后一个月内的市场表现要比同期的市场整体表现差大约5%，而且在随后的5个月中，这些公司的表现与市场的整体表现基本相同。这一个月不尽如人意的表现看起来不太可能是一种偶然发生的变化。

体育场指标

当人们想到公司的挥霍时，第一个浮现在脑海中的就是对于体育场的命名。一个生动的例子如下：2002年2月27日，之前申请破产保护的安然公司被要求将安然体育场的命名权以210万美元的价格出售给休斯敦太空人棒球队，而这份命名权合同当时签订的价格是1亿美元，还有27年才到期。“安然的最终破产给这家公司的雇员及其生意伙伴造成了极大的伤害。”太空人棒球队的老板德雷顿·麦克莱恩在休斯敦的一次群众集会上说，“他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名字中确实没有我们需要的内容。"

体育场魔咒已经得到了广泛的关注。《华尔街日报》受到安然崩溃事件的启发，在2001年12月出版的头版文章中列举了一系列公司在使用公司名字命名体育场之后陷入了破产、经济困难或者市场价值严重下跌的无序趋势。安然、TWA、PSINet和Fruit of the Loom都受到了"体育场魔咒"的影响，在命名之后公司都陷入了歇业的窘境，而CMGI公司、Savvis通信、3Com和Conseco的股票价格也在命名之后下降了85%～92%。

在安然申请破产之后，CNN《金钱》的专栏作家克里斯·伊西多尔创建了体育场赞助者股票指数。这个指数总共选取了50家上市公司做样本，这50家公司都要为以他们的名字命名体育场支付资金。这个指数在2002年下跌了34%，比同期S&P 500指数多下跌11个百分点。

像投资者一样，公司也被同样有害的趋势包围着。当处在顶峰的时候，这些公司伸手就可以碰到太阳。体育场本身并不仅仅是一项与公司基本活动无关的浪费性支出，它同样标志着自大、过分自豪，以及由此而产生的焦点分散。



但是，我们见到的关于体育场的所有研究从本质上说都是逸闻性质的。由于体育场的列表没有说明其来源，所以内容可能是不全面的，而且经常会遗漏一些在命名体育场之后股价大幅上升的公司。高通公司圣迭哥教士队、通用汽车（温哥华肯纳克）、百事（丹佛掘金队）和康柏电脑（休斯敦火箭）都使用公司名字来命名体育场，但是这些公司的经营状况目前仍然非常好。



我们对体育场魔咒进行了系统的研究。在《建筑和设计年鉴》中有一张完整的列表，其中列出了所有重要棒球、橄榄球、曲棍球和篮球体育场，表中包含所有这些体育场的造价、观众容量、建筑和完工时间的数据。

我们登录那些命名过体育场的公司的网站，找到了这些公司命名体育场的具体时间。接下来我们建立了表5.4，在表中比较了31家公司取得命名权之后3年内的表现。结果，在取得命名权的当年以及其后第一年，公司的表现明显要比S&P 500指数差。尽管如此，在取得命名权之后的第二年和第三年，结果却有牛市的特征。产生这样的结果主要得益于在取得命名权之后的第二年，高通公司实现了2 680%的收益。

像生活中和市场上的大多数交易一样，收购可能是好事，也可能不是好事。对于一家被收购的企业，一个好的收购会让所有者获得收益，这可能是所有者创办公司的最初目的。对于收购方来说，一个好的收购可以节约开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支，开拓市场，或者使投资资金获得比在内部投资更高的回报。

最糟糕的情况是，购买行为是出于以下两种动机：出售方希望通过出售来摆脱那些不好的业务，或者收购方希望通过购买行为制造一种收益增加的假象。

首先我们要说，大多数收购方不会被那些伴随着收购报表而来的诱惑所迷惑。但是，有些人会坚定地认为收购行为可以向分析人士明确地传达一个信息，那就是收购方会保持恒定的增长，因此他们不会对那些粉饰利润的行为反感。

除了一系列的收购，没有别的行为可以使公司有能力操纵利润。只需要用笔稍微做一些修改，一个首席财务官就可以在被收购公司的收入、养老金计划、医疗计划和资产负债表中低于市场价的资产上找到丰厚的利润。

在表 5.5 中，我们列举了我们的统计检验结果，我们统计检验的对象无论是频繁收购还是偶尔收购都具有一个共同的特征，就是收购方都是一些大公司——S&P 100 指数的成分股。这些结果显示，部分大公司具有节俭的美德。在报道结果之后，我们听取了一些上市公司的投资者和收购者的见解。

50 年来，会计师一直在努力创造一种规则，使收购会计变得公平。2001 年，财务会计标准委员会禁止将“共有利润”会计纳入合并会计报表就是最近的一个例子。(如果不将“共有利润”纳入合并会计报表，公司必须摊销额外费用或“商誉”，这样的话就会降低收入。) 但是与所有的军备竞赛一样，收购方和他们的顾问以及专家一样非常渴望得到新的武器装备，并且找到新的方法加快发展。

表 5.4 运动场指标

运动场名称	股票代码	命名年份	与 S&P 500 回报率的差异（%）			
			命名当年	1 年后	2 年后	3 年后
塔吉特中心	TGT	1990	-3.5	-20.8	-4.2	-27.3
达美中心	DAL	1991	-7.7	-40.7	-43.3	-48.5
美西球馆	AWA	1992	-86.0	28.0	666.6	1 502.8
联合中心球馆	UAL	1994	-38.6	-9.8	12.4	45.4
库尔斯球场	RKY	1995	-2.0	-47.9	-12.8	69.3
舰队中心球馆	FBF	1995	-8.2	-7.2	20.7	8.4
通用汽车体育馆	GM	1995	-8.6	-28.9	-59.0	-88.3
Key 球馆	KEY	1995	10.9	40.7	72.0	-11.6
美国中心室内球场	TWA	1995				

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

体育场	股票代码	命名年份	与 S&P 500 回报率的差异（%）			
			命名当年	1 年后	2 年后	3 年后
3com Park	COMS	1995	46.7	123.3	-75.8	-93.8
大陆航空中心体育馆	CAL	1996	9.6	63.7	-45.6	-34.5
爱立信体育场	ERICY	1996	34.5	33.8	45.9	435.2
爱迪生国际球场	EIX	1997	5.8	-25.7	-66.6	-99.6
高通体育场	QCOM	1997	-4.4	-33.1	3 414.4	1 507.6
Alltel 体育馆	AT	1997	-0.1	24.7	65.2	20.8
Network Associates 体育馆	NET	1998	61.3	-75.7	-124.2	-45.0
第一银行棒球场	ONE	1998	-23.3	-86.6	-61.9	-39.2
美洲航空竞技场	AMR	1998	-34.3	-47.1	0.3	-40.7
西雅图 Safeco 棒球场	SAFC	1999	-61.6	-30.8	-20.9	
康赛科球馆	CNC	1999	-61.1	-64.2	-78.8	
百事中心	PEP	1999	-33.3	13.8	25.7	
斯泰博中心	SPLS	1999	-48.3	-66.8	-29.2	
Adelphia 体育馆	AD-LAC	1999	23.9	5.4	-25.2	
联邦快递体育场	FDX	1999	-27.7	-17.8	22.9	
梅隆球场	MEL	1999	-20.4	35.7	16.0	
Gaylord 娱乐中心	GET	1999	-20.1	-38.1	-11.7	
科美利加球场	CMA	2000	37.3	44.6		
安然体育场	ENE	2000	97.5	-76.8		
Xcel Energy 中心	XEL	2000	59.2	64.1		
PNC Park	PNC	2001	-10.0			
美洲航空中心球馆	AMR	2001	-30.1			
		平均值	-4.75	-8.58	148.13	180.05
		中值	-7.97	-19.29	-11.74	-27.27
		标准差	39.86	50.47	695.60	513.15
		上涨百分比（%）	33	39	44	41
		#OB	30.00	28.00	25.00	17.00

来源：www.ballparks.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.5 系列收购：1998～2001 年的收购数目与 2002 年 1.1～7.12 股票业绩的对比

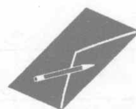
公司	股票代码	收购数目	变化率（%）
15 家收购数目最多的公司			
通用电气	GE	66	-28.6
泰科国际	TYC	32	-76.7
清晰频道通信（Clear Channel Communications）	CCU	31	-33.9
花旗集团	C	28	-28
AES	AES	15	-79.6
时代华纳	AOL	14	-59.1
联合科技	UTX	14	-2
通用汽车	GM	13	-4.1
美国国际集团	AIG	12	-20
微软	MSFT	12	-21.7
富国银行	WFC	12	-13.6
思科系统	CSCO	11	-62.4
福特汽车	F	11	-19.8
英特尔	INTC	11	-40.2
J·P·摩根	JPM	11	-16.9
平均回报率（%）			-33.8
收购一次的公司			
美洲银行	BAC	1	9
百得电磨	BDK	1	13.9
易安信	EMC	1	-36.4
哈拉斯娱乐公司	HET	1	19.1
国际纸业	IP	1	1.5
五月百货	MAY	1	-18.2
美敦力	MDT	1	-24.5
Medimmune 制药	MEDI	1	-47.7
3M	MMM	1	2.3
默克集团	MRK	1	-22.5
甲骨文	ORCL	1	-29.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

公司	股票代码	收购数目	变化率（%）
辉瑞制药	PFE	1	-19.2
Pharmacia 制药	PHA	1	-23.6
RadioShack	RSH	1	-11.1
西尔斯	S	1	-2.4
西南贝尔通信	SBC	1	-24.3
南方公司	SO	1	-0.2
平均回报率（%）			**-12.6**
未发生过收购行为的公司			
Allegheny 科技	ATI	0	-14.1
Ltd Brands	LTD	0	11.4
安豪泽-布施公司	BUD	0	8.8
雅芳	AVP	0	3
贝克休斯公司	BHI	0	-19.1
伯林顿北方桑特菲铁路公司	BNI	0	0.2
美国信诺保险集团	CI	0	-3.7
Norfolk Southern	NSC	0	17.1
金宝汤	CPB	0	-19.4
Nortel Networks	NT	0	-95.5
高露洁	CL	0	-23.3
菲利普·莫里斯	MO	0	-6.4
达美航空	DAL	0	-65.3
雷声公司	RTN	0	7.3
联邦快递	FDX	0	-3.8
玩具反斗城	TOY	0	-10.4
吉列	G	0	-13.5
施乐	XRX	0	-38.1
平均回报率（%）			**-14.7**
S&P 100			**-21.5**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在当今的投资者将越来越多的注意力投入会计处理上的时候，我们一直在思考对收购者和弃权者进行统计的可能性。收购的偏好是否是一种对于能够经营其他行业企业过度自信的表现？弃权者是否因为对于他能够经营好自己的企业非常自信，以至于认为不需要通过收购来增加利润？因为这些问题非常难以检验，我们首先对收购和股票表现之间的关系进行了初步谨慎的研究。

我们在 1998 年初选择 S&P 100 中的所有公司，分别统计它们在之后 4 年中所收购的公司数目。我们将这些公司分为 3 组进行比较，即收购数目最多的 15 家公司、未发生过收购行为的公司、只发生过一次收购的公司。我们计算了从 2002 年 1 月 1 日到 2002 年 7 月 12 日这些公司的股票表现，在表 5.5 中列出了结果。

正如表 5.5 所显示的，发生一系列收购行为的公司的市场表现要比那些弃权公司的市场表现差 19.1%，而且这些公司的市场表现要比 S&P 100 的同期市场表现差 12.8%，而那些弃权公司的市场表现要比 S&P 100 的市场表现高 6.8%。

合并的冲动可能是好的，也可能不好，而且每种收购必须根据其价值进行判断。尽管如此，在最近 4 年中，这种冲动与 2002 年的表现通常成反比。

由于长期从事收购业务，维克多对收购的优势非常了解，他成立了一家非常有活力的并购代理公司，并且在这一行业中充当了 25 年的前锋。我们认为在某些确定类型的市场中，一次收购可能会产生夸张的收入，这点是非常诱人的。但是如果真相被揭露出来，股价可能会严重受挫。

恶意修改会计账簿

在当今，我们对任何公司的会计真实性都一无所知，而且在新闻中也见不到相关的报道。但是我们可以说，在一般情况下，大多数恶意修改账簿的情况都是从改变被收购公司的账面价值开始的。如果被收购公司在很久以前购买了某项资产，或者说某项资产的价值要比购买它时所花费的价格高得多（如果在购买时还花费了额外费用，也一定要考虑在内），那么收购公司就很有可能通过以市场价格出售这些财产，获得很好的收益。

引发恶意修改账簿的第二个动机在于收购公司可能通过收购来增加自己的收益。当公司的股票以其收益的 20 倍出售，而且公司在购买某些东西时的花费是收益的 10 倍时，那么公司马上就可以增加收益，具体增加的数额要根据股份的数目和其中包含的收益的多少来确定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引发恶意修改账簿的第三个动机在于可以根据需要来填写会计账簿中的某些科目，使其变高或者变低。通常的做法是出于税法的需要写高“商誉”，或者写低被收购公司的养老金义务和医疗计划。

我们强调，我们没有任何理由来确认频繁收购比不常收购更容易受到那些诱惑的影响。在某些市场中，多重收购仅仅是一个可能的信号，是考虑的一部分。然而，其他研究也得出了类似的结论。在1986年的一项经典研究“公司接管的傲慢假设”中，理查德·W·罗尔发现，收购方在发生收购交易之后的市场表现要比同期市场整体表现差，而且促使购买行为发生的动机并不是促进股价升值。他推测说，主要的原因只能是傲慢。

为了帮助我们的读者评估收购，我们将会提供一位朋友的观点，这位朋友是丹·格罗斯曼，他是世界上这一领域的著名专家之一，并且和维克多共事了35年。格罗斯曼掌握和购买了很多种类的商业，并且为很多公司的建立和发展提供了帮助，这其中就包括先达制药公司（Syntex）。格罗斯曼最近出售了一部分业务，从中获取了巨额的利润，他正在写一本关于他的并购经历的书。

丹·格罗斯曼的收购建议

- 避免收购那些需要花费大量精力进行管理的企业，收购一家平常人都能管理的公司。
- 当评估一项收购的时候，想象一下你想出售它时情景会怎样。寻找上市公司想要购买的企业。
- 避免将购买分析与你生活中的其他需要混淆在一起。不要因为想要获得打高尔夫球或者航海的机会，或者因为被收购方处在迷人的地理位置，或者因为你刚刚被解雇，并且需要一个工作的地方而购买一家公司。如果不抛弃各种各样的个人需要和希望，想要客观地分析一项收购是很困难的。
- 找一个好的会计师，他可以向你解释如何使用存货来篡改收入，并且会向你解释为什么在一些公司中，一个购买者想要确定某一年度的报告收入的精确度几乎是不可能的。
- 对于一个成长中的公司来说，时间是它的朋友，而对于那些价值不断缩水的公司来说，时间就是它最大的敌人。你想要拥有一家公司的时间越长，对其成长性的关注就越重要。

我们对于收购的初步研究可能会过度反映现在股票市场中不正常的悲观情绪。虽然在过去的几十年中，一系列收购总会给收购公司带来坏运气，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是我们仍然可以得出这样的结论：无论是对于收购者还是投资者，当他们达到顶峰的时候都应该倍加小心。

董事会的贵族

将名声作为市场工具的行为通常都会和经理人办公室中的傲慢情绪联系在一起。雷诺兹·纳贝斯克公司在被 KKR 公司收购之前，将职业高尔夫球手的名字列在了薪水册上。（这是另一种傲慢的行为，这种行为使这家公司长期表现低迷。）凯马特与马莎公司、凯西·艾尔兰和杰克琳·史密斯的联合没有为凯马特带来任何好处。即使是在破产过程中，凯马特仍然继续着它失败的策略，并于 2002 年 4 月宣布它已经雇用了创新艺人经纪公司，要将公司及其产品的名字放入电影中。

根据英国 FTSE100 中列出的市值，我们选取了其中排在前 50 位的大公司，并且通过研究市场回报率和董事会中有头衔成员的数目的关系，系统地检验了 2001 年 9 月发生的这种现象。（我们将爵士、男爵夫人、伯爵、子爵、女勋爵及贵族和荣誉贵族都计算在内。如果主席也是贵族的话，我们会特殊处理。）

接下来我们列出了这些公司 5 年内的市场表现，并且从中去除了 3 家成立不满 5 年的公司。结果显示，董事会中的贵族越多，在过去 5 年中公司的表现就越差。

我们对于贵族和收入关系的研究发现使我们产生了这样一个问题：两者之间产生因果关系的原因是什么呢？是贵族的加入导致公司的表现不尽如人意，还是因为公司的表现不尽如人意才会邀请贵族加入来装饰门面？

汇丰控股是 FTSE 100 中的第四大公司，其中贵族的数目是最多的——7 位有头衔的董事会成员和一个具有爵士头衔的主席，约翰·雷金纳德·哈特内尔·邦德爵士。

在 FTSE 100 中最大的 10 家公司里，有 8 家中至少有 3 名以上的贵族。最大的公司英国石油公司中共有 4 名贵族。第二大公司葛兰素史克在董事会中有 6 名贵族，并且它的主席有爵士头衔。大约有一半的公司拥有 1 ~ 3 名贵族。没有贵族的最大公司是商联保险公司，在 FTSE 100 中排名第 13。

我们还创造了每股收益/贵族数目（E/L）比例，这个比例和市盈率（P/E）一样都是衡量公司吸引力的主要依据。

如果分子（每股收益）过小或者是负值，并且分母（贵族）过大，那么这个比例就会很小或者是负值。例如，汇丰 2002 年的每股收益是 75.5 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分，而且其董事会中有8名贵族。因此，这家公司的E/L比率是0.09，如果同时考虑贵族数目和收益的话，这家公司将在所有公司中排名倒数第三。Powergen plc公司在董事会中只有一名贵族，而且这家公司的每股收益是1美元，因此这家公司的E/L比率最高。英国大东电报公司去年每股亏损了93美分，并且这家公司的董事会中有3名贵族，所以E/L比率就是负数。

我们猜测，投资者应该都想远离那些每股收益/贵族数目比率过低或者是负数的公司。然而，我们的发现仅仅是确定市场僵化和市场创新的暗示的第一步。检验这个想法的合适方法应该是分析电脑数据库中缺失很多年的数据。本着科学的精神，我们希望我们的努力能为未来进一步的科学研究打下基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

本杰明·格雷厄姆：神话般的市场英雄

本杰明·格雷厄姆在他82岁那年去世的时候，是华尔街最伟大的传奇人物之一，事业成功，富有道义感。他是20世纪最富有和最具影响力的人物之一，因获得巨大的成功而被载入史册。不仅如此，他还创立了证券分析学科。现在，在他去世后的20年，他的回忆录终于出现在公众面前。

——《柯克斯评论》，1996年6月9日

古希腊人有大力英雄赫拉克勒斯，他因高尚的行为而被宙斯封为神，从而受到人们的膜拜。在21世纪，美国人有了本杰明·格雷厄姆。

赫拉克勒斯的威力在一代又一代的希腊人中不断流传。现在投资领域中的英雄具有与其相似的特征和影响。在网上，我们找到了数千篇颂扬格雷厄姆的文章，但是也找到了不止一篇关于他的负面报道。人们冠予他的最常见的绰号是："证券分析之父"、"先知"、"传奇投资者"、"价值投资的创立者"、"投资游戏专家"、"价值投资中的孔子"、"价值投资先锋" 和 "成功投资者永远尊敬的导师"。格雷厄姆按照下面的方法来积聚财富：在低于净现金清算价值（net cash liquidation value）一半的时候购买股票。《格雷厄姆和多德的证券分析》一书指出了这种方法，而这本书也被誉为价值投资的《圣经》而广为人知。

格雷厄姆的追随者中包括非常著名和成功的投资者，例如他从前的学生沃伦·巴菲特。格雷厄姆在世的时候，巴菲特一直非常积极地带头称赞本杰明·格雷厄姆。巴菲特有一次和格雷厄姆一起出席他当时为富有的投资者举办的会议，在会上他说："我们在这里只有一个目的，就是聆听本杰明的智慧。"

像大多数传奇人物一样，对格雷厄姆的这些赞美大多数都是亦真亦假。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令人产生错觉的交易

我们首先探讨以一家公司目前净资产值50%的价格购买该公司的难度。常识会告诉你，如果一家企业以其净清算货币价值的一半出售，大股东、管理人员和他们的朋友或者与公司有业务联系的银行家或会计师将会很快为他们自己、他们的家庭和他们的好朋友购买股票，之后会以一个很好的溢价立刻变现。

维克多从事并购管理业务长达35年之久。在从事该业务期间，他访问了数以千计的私人公司。他发现以上述的价格，一家公司也并购不了。同样，据他所知，也没有其他公司能以这样的价格收购另一家企业。

20世纪30年代的证券交易所可能会提供这样的交易。但是，过高的佣金以及出价和要价之间的巨大差距使交易给人以错觉。

在现代企业中，那些似乎具有格雷厄姆特征，但尚未被吞并的企业实际上仅仅是迷惑人的东西，它们吸引投资者来购买它们，但是购买之后马上就会有坏消息传出来，我们从购买这种企业中受到欺骗的可能性要比从中获利的可能性大得多。最近很有影响的一个例子就是我们购买以太系统的股票。该公司股票每股的现金价值是50美元，而售价仅为30美元。以太亏损状况的恶化是如此之快，以至于其股票的价格在我们购买后不久就滑落到每股2美元，而每股的现金价值也随着股价的下跌而一路下跌。维克多的女儿卡蒂根据维克多的建议购买了这家公司的股票，而如此快的损失让她冷静下来，放弃了最初做一名价值型股票购买者的职业设想，又回到校园中继续完成她的心理学博士学位。

巴菲特同样感受到了看似不可抗拒的诱惑，这种诱惑指的是比账面价值低得多的售价。在职业生涯的早期，巴菲特曾经喜欢购买这样的公司股票。每家企业在并购业务中都有很多东西要出售：设在不景气的城镇里的很多地区性部门、注定要被进口货取代的钢铁产品、纺织厂和其他处在行业生命周期下降阶段的制造业者。这些行业都需要大量的资本投资来与现代那些成本更低、效率更高的替代品进行竞争。

伯克希尔·哈撒韦的税赋损失[①]足以使巴菲特多次进行这种收购，为他以及他的股东积累财富。尽管如此，最终巴菲特的律师查理·芒戈成功地劝

① 是相对于国家而言的，很多共同基金在年底的时候抛售账面亏损的股票，实现资本损失，这部分损失可以从应税收入中抵扣，从而达到避税的目的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阻他不要购买那些垂死的恐龙，他和巴菲特在每年于内布拉斯加州举行的伯克希尔·哈撒韦年会上一起站在讲台上发表讲话。正如查理对巴菲特所指出的，这种公司会不断地占用资本，不断地赔钱，并且永远不能高于购买价出售，因为没有其他人需要这种公司。

维克多从事并购业务的时候，他发现大多数人都认同查理的观点。维克多不可能那么幸运地找到一位毫不考虑未来收益就达成交易的买主。因此，他采用大量的销售技术来网罗公司进行销售的时候，他会非常抱歉地告诉公司的股东，他不能为他们找到合适的潜在合作伙伴，而同时表示他很乐意向他们推荐公司的一位股票所有权专家，他网罗的这些公司包括鞋业制造、零售店、地毯厂等。至于维克多不能卖掉的那一系列公司，看一看由伯克希尔·哈撒韦所拥有的公司就清楚了，这些公司都列在伯克希尔·哈撒韦的年报上。

维克多发现这些公司的原所有者通常愿意在比他们目前工资低很多的情况下为新的所有者工作，前提是新的公司所有者不干扰他们的“企业家干劲和独立”，就像巴菲特做的那样。这幅美景上的唯一缺陷在于这些所有者的工作只能得到不高的薪水。要想改变这种状况，就必须等到这些所有者拿到他们出售公司所能获得的款项，而这笔钱的额度有很大波动性，或者等到公司碰到难以置信的好机会而脱离困境。

格雷厄姆的方法的另一个基本问题在于，无论是从理论上讲还是在实际操作中，投资者无论是从内部筹措资金还是从银行借款，都会投向那些成长速度过快并且净资产回报率过高的企业。而那些折价出售的公司通常看来不太可能成为成长型公司。于是，人们总是尽力避免投资于这些公司，也因此放弃了那些事实上能够得到的额外回报。

如果一家公司生产那些需求量很大的商品，那么其业务将会变得兴旺发达，而这需要公司适应不断变化而且难以捉摸的消费者偏好，并且能够生产出消费者想要的足够商品。一只无形的手能够激励人们去赚钱，也能够提高我们的物质生活水平。1776 年，亚当·斯密在《国富论》中首次提到了这一思想。在 100 年之后，阿尔弗雷德·马歇尔在他的《经济学原理》一书中进一步完善了这个思想，而且自那以后，“看不见的手”的思想就作为很多经济学教材的导言部分出现。20 世纪 50 年代和 60 年代的课本是明显的例外，因为这时的课本仅仅把“看不见的手”和“人们追逐利润最大化的动机”当做将资本主义这一罪恶社会制度合理化的依据。在我们看来，那些上过大学的格雷厄姆的追随者对此类教材的内容已经很陌生了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩检验

考虑到格雷厄姆的价值投资理论与实际投资操作之间存在巨大的差距，那么他所掌管的基金业绩并不像传说中那样引人注目也就不足为奇了。1929年的股灾之后，原来坚持谨慎投资策略的人数大大减少。1928 年，格雷厄姆的基金收益率是60%，1929 年，他亏损了20%，而在1930 年更是进一步亏损了50%。在1931 年，他亏损了16%。在1932 年，他仅仅亏损了3%，这才让购买他基金的投资者大大松了一口气。一个名叫珍尼特·罗的新闻记者在《本杰明·格雷厄姆对于价值投资：华尔街教父的经验》一书中写道：

在黑色星期二之后，尽管格雷厄姆在市场中能够从困境中站起来，并很快重新站稳脚跟，但是他的高风险时代已经结束了。在这之后，他开始艰难地争取投资收益，与此同时，他开始寻找回旋余地以确保安全。现在，他的投资组合的平均回报率要比经济萧条前几年的高位下降不少。

格雷厄姆始终认为，当道琼斯指数超过 100 点的时候，市场行情就显得过高了，所以当道琼斯指数到达那个点位的时候，他在市场中就不会再有安全感。而在 1942 年之后，道琼斯指数再没有跌到过 100 点以下，这种情况下，格雷厄姆的投资策略一直显得过于保守。20 世纪 50 年代早期，当道琼斯指数在大约 300 点的时候，他开始缩减他的投资业务，并且建议他的学生不要再进行投资：这个市场 “太高了”。因为长时间以来，他一直相信市场被高估了，所以他的投资表现不如那些本着买进并持有策略或者其他合理投资策略的投资者。1956 年，道琼斯指数第一次达到 500 点的高点，他在这个时候永远地离开了市场，开始享受生活。

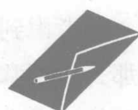
关于格雷厄姆业绩记录，一个最令人好奇，也最晦涩难懂之处就是他的成功与美国汽车保险公司 Geico 的关系，Geico 是一家保险公司，后来格雷厄姆将它卖给了巴菲特。他在《聪明的投资者》一书中写道，他唯一一次没有按照自己的方法投资就是买入 Geico。结果显示他从 Geico 所获得的回报要明显高于他按照自己的投资方法所获得的回报的总和。这个保险公司也是巴菲特成功的主要支柱，为套汇交易提供了充足的流动资金。

我们对于按照格雷厄姆的方法进行投资的回报率有一点可以确定。在 1976 年，一个学生成立了一家共同基金，这家基金致力于将格雷厄姆的理论付诸实践。这家基金叫做雷 - 格雷厄姆（Rea-Graham）基金。当这家基金在 1998 年被清算兼并的时候，它的资产总值是 360 万美元。在当今这个时代，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有经验丰富的基金经理可以很容易吸引到5亿美元作为原始资本，再经过几年的成功运作之后，他就可以很容易地吸引到数十亿美元的资金，而这家基金最后的总资产显示，它的实际表现不佳。

表6.1中列出了如果将1万美元在雷－格雷厄姆基金成立之初投入到这家基金中，这1万美元的表现和S&P 500之间的比较。



因此，我们可以这样总结格雷厄姆的方法在实践中的表现：他在20世纪30年代清算的时候，业绩惨不忍睹；在30年代后期他重新进入市场，1956年退出市场，错过了在此之后20年中道琼斯指数从500点上涨到1 000点的机会。按照他的方法进行操作的一只基金在1976～1996年间表现要比同期S&P 500指数的表现差。

表6.1　雷·格雷厄姆基金与S&P 500的比较（股息再投资）

初始投资＝1万美元（1976.06.30）

期末	雷－格雷厄姆基金价值（$）	S&P 500价值（$）
1976.12.31	10 846	10 513
1977.12.31	11 194	9 758
1978.12.31	12 355	10 394
1979.12.31	14 362	12 312
1980.12.31	15 837	16 312
1981.12.31	18 391	15 516
1982.08.19	18 856	13 820
1983.03.31	23 035	20 734
1984.03.31	23 789	22 534
1985.03.31	26 928	26 774
1986.03.31	34 380	36 814
1987.03.31	37 602	46 455
1988.03.31	38 273	42 564
1989.03.31	41 182	50 234
1990.03.31	43 101	59 874
1991.03.31	43 478	68 473
1992.03.31	45 797	76 002
1993.03.31	49 662	87 548

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

初始投资 =1 万美元（1976.6.30）

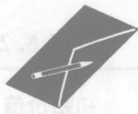
期末	雷－格雷厄姆基金价值（$）	S&P 500 价值（$）
1994.03.31	48 213	88 825
1995.03.31	48 291	102 627
1996.03.31	54 005	135 470
1997.03.31	57 467	162 290
1998.03.31	65 215	240 000
1988.09.30	57 709	223 290
1998.11.15	60 898	247 606

价值的低迷表现

在表面上看来，格雷厄姆购买价值型股票的说法似乎非常合情合理。谁不想让自己的钱升值呢？但是这里有一个小问题：与普遍的观念相反，至少在 1965 年以来，价值型股票的表现一直比成长型股票的表现差。这些证据是在相当偶然的情况下，由权威的调查公司价值线投资评估服务公司（Value Line）提供的。

看似偶然的实验常常是在神的旨意下进行的，这样做是为了使凡人看到希望。约翰在还是个婴儿的时候，在割礼中失去了阴茎，后来被当做女孩子来抚养。他的双胞胎兄弟被当做男孩子来抚养。而这样做的结果就是约翰最后表现得像一个男孩子，而且最终也恢复了他是一个男孩子的身份。

投资之神进行了一个同样看似无意的实验来确定哪种类型的股票可以提供更高的长期回报率，是价值型股票还是成长型股票。价值线投资评估服务公司是一个令人钦佩的服务性公司，这个公司的研究主管萨姆·艾森斯塔特拥有一颗年轻的心。尽管公司有着辉煌的过去，他还是不断地期望增加自己的知识，希望改进提供给客户的产品。在 1965 年，该公司受到价值型股票投资收益的鼓动，并且萨姆希望给客户提供一套评级系统，于是价值线公司开始在他们的领域里选择最好的价值



股票。公司根据价值将 1 500 家样本公司分为 10 组，并且在每个月都加以更新。这个选择系统使用的关键变量是几乎每一个人在定义价值型股票时都会使用的变量（例如，价格与销售额的比值、价格与账面价值的比值、市盈率）。但是在大约 40 年后的今天有一点不同，而这一点不同就造成了在股票长期表现的评估方面的所有差异。与对价值型股票的回顾性研究形成对比的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，价值线公司根据同时代的表现来选择公司，因此，它所做的价值型股票的业绩记录是一个现实的、没有任何回顾研究的客观实验。

自1965年以来，这个程序一直保持不变，每组所包含的研究对象每个月都将更新。在价值线公司的《选择和建议》杂志上，每6个月会公布一次研究结果。有一个需要指出的问题是，这家公司只公布股价的上涨，而不公布回报率，而且我们的研究显示：平均起来，价值型股票的股息收益比成长型股票的股息收益高2%。

我们在图6.1和表6.2中公布了实验的结果。价值线公司的第一组股票主要由成长型股票组成，这些股票的表现很快就超过了3组价值型股票。到2002年3月，由成长型股票组成的股票组的回报率是表现最好的价值型股票组回报率的28倍，在这些价值型股票组中，股价与销售额之比极低。（在第十章将讨论价值线公司如何能够进行这样的计算。）

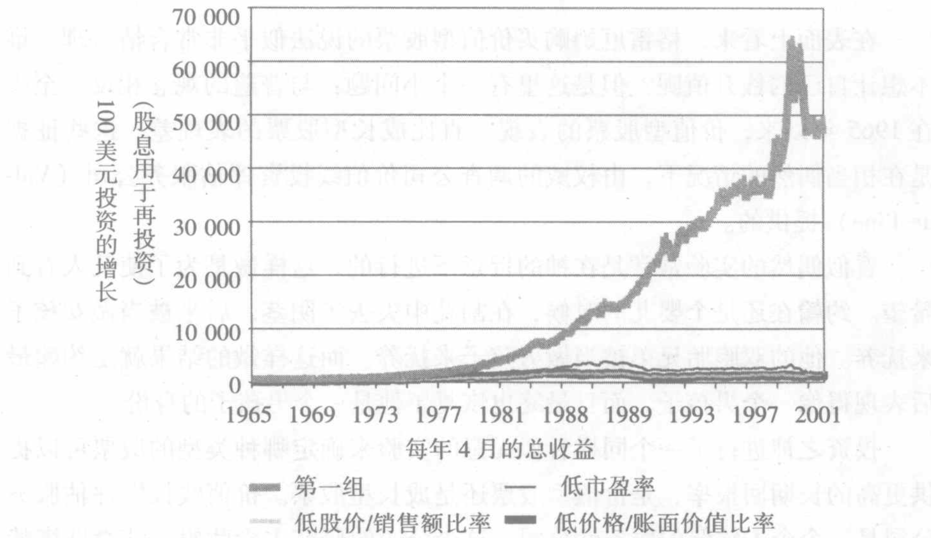


图6.1　价值型股票与成长型股票的对比

表6.2　价值型股票与成长型股票的业绩对比（股息用于再投资）

初始价值	第一组 100	低价格/销售额 100	低市盈率 100	低价格/账面价值 100
1970.01	216	191	205	188
1980.01	2 782	815	1 450	1 086
1990.01	16 540	1 326	3 034	1 296
2002.03	46 885	1 698	1 555	1 250

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆生活的某些方面的确具有神秘色彩。格雷厄姆的儿子在法国自杀的悲剧发生之后，格雷厄姆从他加利福尼亚的家中出发，前去法国清理死者的遗产。在见到已故儿子的女朋友时，他爱上了那个女人，玛丽·路易丝。因为格雷厄姆已经结婚了，他暗示自己的第四任妻子回到加利福尼亚的家中，接受和玛丽分享同一个丈夫的事实，而格雷厄姆则和自己的新欢待在一起。最令格雷厄姆的妻子痛苦的是，从那以后她每年只有6个月的时间能见到自己的丈夫。这个故事和下面两个人们都很熟悉的故事很相似：宙斯玩弄女性，冥后珀尔塞福涅在每年冬季有6个月下到地狱里面和她的丈夫冥王待在一起。

对于宙斯和赫拉克勒斯伟大功绩的信仰逐渐减少，我们怀疑传说中的价值投资之父的际遇不会比神好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章
最新消息：计算机创作股市故事

道德的基础就是谎言，是不再假装相信没有证据，不再重复那些现有知识难解的事物命题。

——托马斯·亨利·赫胥黎

我们都对这句格言非常熟悉，即一个谎言会引起另一个谎言。断言都是含有暗示的。当暗示被证明是个错误，会令人产生困惑，或者需要"进一步展望"的时候，最初的谎言就不得不扩展了。

财经媒体上关于每日市场行情变动的典型报道是我们验证这句格言的最好地方。这些报道几乎都是按照一个模式写出来的：

由于对（收入/利率）的（乐观预期/悲观预期），股票价格将（上涨/下跌）。

这样的句子组合是非常有限的，就算记者没有很多交易经验或统计知识，他也能利用这些组合写出一篇关于市场的报道来：

由于对收益的乐观预期，股票价格上涨；由于对收益的悲观预期，股票价格下跌。

由于对利率的乐观预期，股票价格上涨；由于对利率的悲观预期，股票价格下跌。

一个别出心裁的报道可能按照下面两种方式进行组合：

由于预期借款费用的上升，公司收益将会下降，从而引起股票价格下跌。

由于预期借款费用的下降，公司收益将会上升，从而引起股票价格上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照读者目前从我们这本书里了解到的信息，这些组合中关于收入和市场收益率的关系的假设是完全错误的。正如第二章所显示的，当收入看起来最差的时候，是购买该公司股票的最好时机，而且当收入看起来最好的时候，是出售该公司股票的最好时机。但是这些公式化的报道还有另外一个方面：尽管记者根据计划来写这些报道，但是我们可以只使用计算机来写这些报道。事实上，我们已经取得了一个市场 News-O-Matic 程序的专利，并将在本章的稍后部分首次公布这个程序。

这样的报道一旦写出来并发表，记者就不得不继续按照这个错误的轨迹走下去，以满足市场对于推广工作和公众永无休止的需要。因此，下一步就需要一位资经经理。因为不断降低的收益预期，她刚刚卖掉了她在某个行业中持有的全部资产。（你必须了解她，这样你才能买她的基金，或者出售你自已的股票，或者可能在将来雇用那位有预见性的基金经理。）如果记者名片夹里所有的基金经理都忙于在电视上做节目，他们的意见通常都把市场行情的变动归因于“一些投资者”。

接下来，记者将会尝试寻找与被选择的观点相关的引证，这些观点可能来自美联储或政府部门的经济学家，这些人物无论在哪一天，都有可能在某处发表演讲。如果美联储主席本人在发表讲话，那么这个报道实际上就不用记者再写了。“美联储主席格林斯潘认为，消费者的消费支出将不会像以前那样在经历经济衰退后有迅猛的增长，而消费者的消费支出占了美国经济 2/3 的需求。在格林斯潘发表这番讲话之后，股票市场的下跌将会进一步恶化。”这段讲话引发了一家主要通讯社的报道。这段讲话“引起了人们对经济恢复对企业成长的促进程度产生怀疑”。看吧！这名记者成功地利用主席的讲话来支持他的报道中关于收益的谬论。



接下来将要列举一些企业的名单，这些企业的股票价格在分析师调低对其收益预期之后出现了下跌。从宣传手法上讲，这种宣传技巧被称做洗牌法。记者们明显没有注意到这种逸闻式的证据是毫无意义的，反而将这些企业作为他们观点的佐证。

到此，在毫不知情的情况下，记者站在市场的角度为市场所做的宣传工作完成了。他在报道中让一名基金经理吹捧自己的基金业绩。根据一系列很可能是错误的推断，他发表了一份对于美联储主席讲话的分析报道。他已经完全使投资者陷入到他似是而非的结论当中。更加重要的是，他已经使投资者变得非常恐慌并过度交易。除此以外，他还宣传了一些经纪公司的名字，这些经纪公司可以帮助投资者进行不必要的投资交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造成的损害

这些报道对那些进行投资交易的人来说完全没有价值。这些报道仅仅是描述、传闻和回顾过去。如果投资者按照这些报道中的假设进行操作，将会导致严重的损失。但是对于那些倒霉的投资者来说，灾难远不止于此。如果现在的收入能力是市场运作的关键因素，我们自然而然就会想到现代企业的主要工作是建立并且巩固一个稳定的、能起促进作用的收益比较方式。

你可能认为对于这种宣传应该有一个相互制衡的机制，因为这些宣传的害处是明显的。学者可能会对这种现象进行一些学术研究，一些有胆量的记者可能会公开结果以刺破这个美丽的肥皂泡。但是大多数学术界人士都有他们需要克服的障碍。目前，即使只是阅读与目前经济或财政状况相关的最基本的学术文章，你也需要取得高级微积分、高级经济计量学、计算机程序使用俱乐部的会员资格，而只有那些在博士后期间学习过这些课程的经济学家才有希望取得会员资格。即使经济学家按照外行能够理解的语言交流他们的结论，这些资料的用处也不大。当我们对学术出版物进行一次全面研究之后，可能已经过去了几年的时间，而到了那个时候，市场周期早已经发生了变化。



谎言的危害之一在于它排斥别的有益知识。毫无疑问，很多投资者知道在出现坏消息（与收益有关或者其他消息）的时候抛售股票，在出现好消息的时候买进股票会使他们陷入困境。因为市场的主体投资者和报纸的编辑非常相信有关公司收入与市场投资收益率相关的荒谬说法，任何可能知道真正促使市场运动因素的评论家都没人理会。每个人的注意力都转移到虚假的解释上来，从而使投资者错过了从其他消息来源找到真相的机会。

日复一日股票价格的变动与每天出现的短暂因素之间的关系完全是随机的。如果在之前的日子里投资者预期过度乐观，那么股票价格将很快出现下跌。而在投资者过分悲观的那段日子过去之后，股票价格会倾向于上升。乐观态度和悲观态度之间的变换和收益之间并没有明显的关系。尽管如此，记者将这种摇摆归因于类似于公众情绪的过度是完全错误的。这种报道可能会导致下面的看法：解决问题的办法就是减少交易次数。更加糟糕的是，投资者可能不会对信息传输的方式特别留意。这将对报纸、电视和互联网供应商的生态系统造成破坏，因为这样会导致这些媒体来自于经纪公司和证券交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所的广告收入减少。此外，它将会让公众渐渐远离由经纪商、专业经纪人、分析师和投资银行家组成的巨大的市场机制。

对于投资者来说，他们的底线是：无论新闻记者说股票将会因为乐观的收益预期而上涨，还是将会因为悲观的收益预期而下跌，这些论断只不过是一个按照错误方法进行交易的邀请。如果投资者拥有一个守护天使的话，他可能会听到一段耳语："听着！许多短暂的东西正在发生。你需要知道的是，股票是一种对于无限未来收益的召唤。今天所发生的事情不应该影响你对一只股票的看法，因为你是考虑到这只股票的长期价值才购买它的。不要让市场把你和你心爱的东西送到救济院里去。"

市场新闻自动生成系统

在从广泛的统计学、经济学和心理学的角度研究这个课题之后，在阅读了上千篇关于这个课题的学术文章之后，在这个领域中最有影响力的人物实施并且检验了我们的想法之后，在我们花费数千小时手工计算数目、重新核查原始资料、指引和监督我们职员的工作后，我们可以提出一个财经新闻报道的有效方法：有时，投资者应该自己虚构一些股票报道作为娱乐性学习之需。

我们从阿兰·图灵那里得到了启示，他是一个英国的天才电码译员，提出了一种人工智能的检测方案。这个检测方案就是："计算机能否按照程序制造一件产品，并且使这件产品与人制造出来的产品完全无法区分。"

具体到股票市场报道的情况，答案是肯定的（见图 7.1）。

我们的程序按照一系列非常简单的步骤来进行。假如市场行情在上涨，造成上涨的原因可能有两个：对于收益的乐观预期，或者是对于利率的乐观预期。如果一家大公司报道了很好的收益，并且股票价格在上涨，通常将此归功于后者。如果出现相反的情况，即一家大公司报道了很好的收益，但是股票价格却下降，通常将股票市场的上涨归功于投资者对利率的乐观预期。再加上美联储主席格林斯潘或者他的某个下属每天向政府部门的交易商发表的一些不温不火的评论，就可以完成一篇报道了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

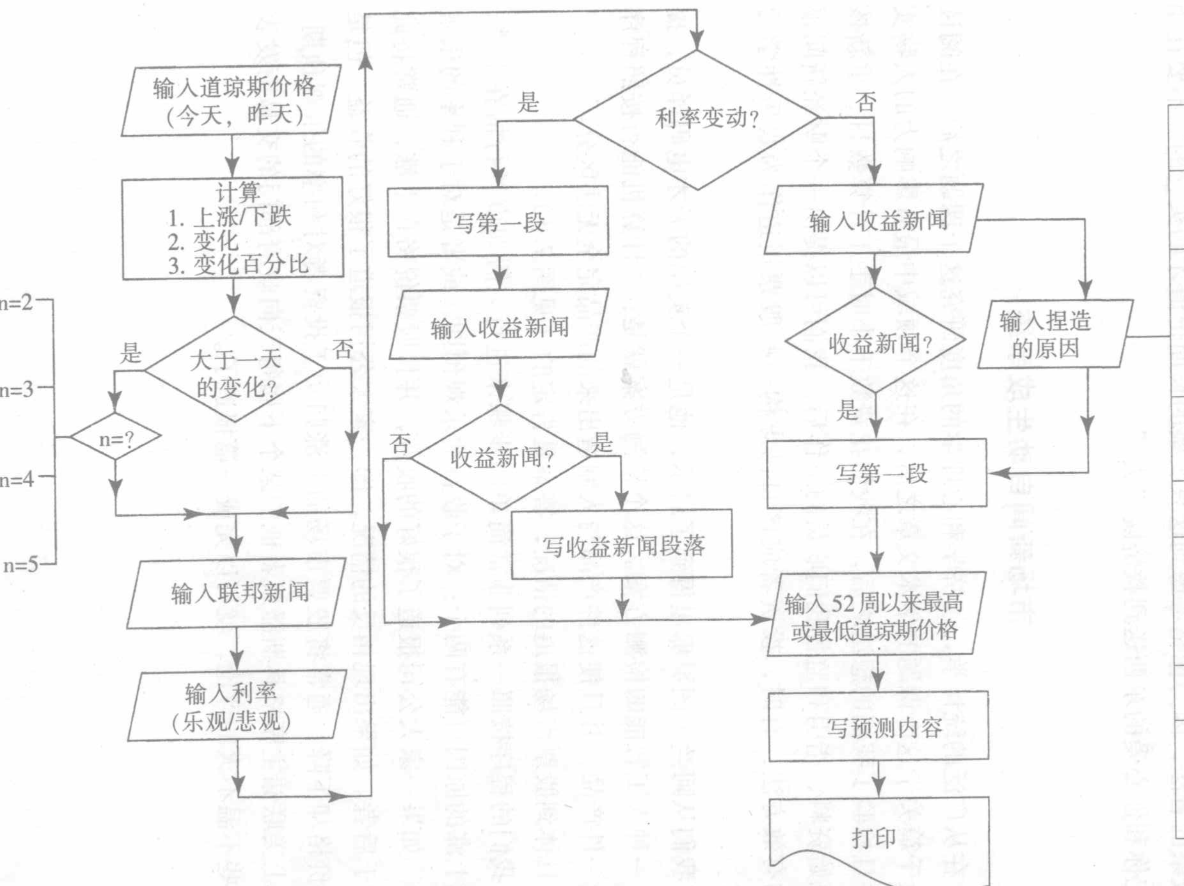


图 7.1　市场新闻自动生成系统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读者在家就可以通过实验来检验他们对这些报道的理解力和创造力。要想试一试，可以将上面的报道模式运用到某个市场行情下跌的日子中。如果可能的话，试着把下跌的原因归结到一家或者几家公司不理想的收益报告上。如果你没有发现任何关于收益不理想的似是而非的例子，执行方案 B，这个方案主要讨论利率的悲观预期。务必从埃布尔森关于熊市和悲观的原因列表中（见第四章）找出一两个解释。

因为现在的论调是缩小经济规模，所以如果你能够从事另一项职业，即新闻记者，这是一个非常好的消息。

下面是由市场新闻自动生成系统编写的一个简单报道：

今日市场：由于对收入的（乐观或悲观）预期，美国股票（上涨或下跌）

记者：维克多·尼德霍夫

（第一段）

（纽约，尼德霍夫新闻）——由于（公司）出人意料的（高/低）收益，美国股票（上涨/下跌），这也增加了年底收益会出现反弹的（乐观/悲观）预期。

（描述股价的段落）

道琼斯工业指数（上涨/下跌，#点）或者（股价变化了百分之几）。S&P 500（上涨/下跌，#点）或者（股价变化了百分之几）。纳斯达克成分指数（上涨/下跌，#点），或者（股价变化了百分之几）。

（描述美联储的段落）

美联储主席格林斯潘发表讲话认为（技术发展了生产力，并且创造了足以支持经济增长的一个良性循环/太多的人们从股票中获得了太多的收益，由此引发的对于商品的需求预示经济有可能失去平衡）。在讲话之后，当天下午股票价格（被推高/大幅下跌）。

（描述收益的段落）

当（公司）每股收益比分析师的平均预测值高（#美分/美元）的时候，公司的股票价格（上涨/下跌，#点），或者（变化了百分之几）。

（资金经理进行吹嘘的段落）

“由于收益很不理想，股票在很低的价位被抛售，但是现在股票行情正在恢复的过程中。”（资金经理的姓名）说。他在（机构名称）管理着（多少资金），并且最近（买进/卖出）了（上面提到的公司的名称）的股票。

（描述低于最高点的段落）

由（某公司的名称）发布的研究表明，（所有纽约证券交易所上市股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票）中有（百分比）的股票在过去52周里是在最高点以下的价位进行交易。

（非虚假预测的段落）

“我们要考虑的主要还是收益。如果收益（好/差），市场将会出现（正面/负面）反应，”（资金经理的姓名）说，他在（公司的名称）管理着（多少资金），“当然，如果在阿富汗进行的与本·拉登之间的战争拖延下去的话，所有的赌注都会输光。”

（上涨/下跌，成交量段落）

在纽约证券交易所（上涨/下跌）的每（#）只股票中有（#）只股票的价格（上涨/下跌），换手率比三个月平均换手率（高/低）（百分之几）。

（编造理由的段落）

“你不能看价值，也不能看基本面，在今天到处都是心理反应。”（资金经理的姓名），他在（公司的名称）管理着（多少资金）。

（描述熊市缓慢恢复的段落）

大多数观察家认为，对今后几个月的经济复苏预期不会使所有的股票都出现上涨。熊市基金（Prudent Bear）的经理戴维·泰斯预测明年市场将会出现新的低点。泰斯最近从对美国国家半导体公司和英特尔公司的投资中获得了收益，由于对于全球经济发展的良好预期，这两家公司的股票在刚刚过去的这个月中上涨了（百分之几）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

实战投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章
如何避免假性相关

我只能说相关性的研究领域很广阔，而且其大门对任何想研究它又有能力的人都是开放的。

——弗朗西斯·高尔顿

我们的大多数研究都是以分析两个事物之间如何产生关系为基础的。俗话说，闪光的并不都是金子。在经济学中，我们知道当商品的供给数量增加时，该商品的价格将会下降。在投资领域中，人们将两者之间的关系——感觉上的或者是实际的——作为预期的基础。

下面列出了一些因素，人们通常认为这些因素会影响股票价格。在这些因素中，有一些对股票价格的影响是直接的：当它们很高的时候，股票的价格预计将会上涨。其他因素对股票价格的影响则是非直接的，或者是相反的：当它们很高的时候，股票价格将会下降。我们从一些标准投资课本和数百篇网上文章中精选了下列因素。

与股价的变动存在直接关系的因素：

- 高于预期的收益
- 投资者对于被忽略公司（在1月份）的投资情绪的改变
- 股息收益率
- 收益增长率
- 盈利率
- 内部购买或者抛售
- CEO的持股水平
- 流动性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 债务水平
- 债务评级
- 研发支出
- 风险
- 销售额增长率
- 短期利率高于长期利率
- 与行业中接管目标的相似性
- 股票回购

与股价的变动存在反比关系的因素：

- 应计收益与现金收益的差额
- 每季度预计收益报表中被排除的费用
- 汇率浮动
- 共同基金及基金经理的排名
- 存货的增加
- 近期在行业中业绩表现出众
- 股价与账面价值的比率、股价与销售额的比率、股价与收益的比率
- 在过去 36 个月中的回报率
- 利率水平的提高
- 企业的规模（取决于最新的发展趋势）

我们可以在 Google 上找到大量与上述关系有关的研究和实践。大多数学术研究都使用了神秘的、不易为人所理解的统计分析方法、回顾性的数据和旧的数据，没有人考虑过不断变化的市场周期循环的影响。这些研究人员也不考虑不确定性或者运气的作用。这些观点中的大部分都不曾接受检验。令人悲伤的事实是，大多数关系是荒谬的，按照这些方法进行投资的投资者只会遭受损失。



把那些随机的联系和我们可以拿来当做交易依据和指导的关系区分开来的唯一途径就是对它们进行检验。我们的英雄、统计分析之父弗朗西斯·高尔顿经常劝告大家说：“检验！检验！检验！”对于所有科学家、学者、投资者来说，最好的检验方法就是绘制散点图，画出两个变量的数值，从中看出二者之间的关系。

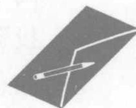


图 8.1 是第二章中曾用到的一张散点图，这张图用来解释某年的收益和第二年股票市场的收益率之间的反比关系。这条线从左到右逐渐向下倾斜，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说明图中的两个变量之间存在负相关的关系。因此，与流行的观点相反：

- 某年收益的上涨将会导致第二年股票价格的下跌。
- 某年收益的下跌将会导致第二年股票价格的上涨。

如果线是向上倾斜的，就说明了相反的情况：某年收益的上涨将会导致第二年股票价格的上涨，而某年收益的下跌将会导致第二年股票价格的下跌。

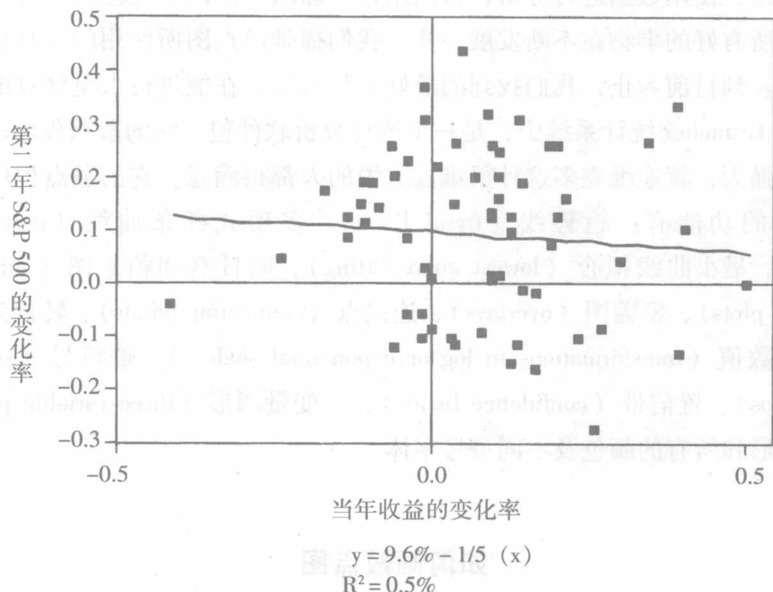


图 8.1　当年的收益变化是第二年 S&P 500 变化的先兆（1937～2001）

来源：标准普尔证券价格指数记录

散点图的重要性已经得到了广泛认可。很多培训课都有如何使用散点图的培训内容，把散点图作为一种帮助商务人士、政府管理者、各行各业的研究者做决策的工具。自夸能够实现卓越管理的六西格玛被很多成功的大公司采用，其中包括通用电气等市场价值和销售额都位于世界前列的公司，这种方法中就包括散点图的使用，正如应用性能策略公司（Applied Performance Strategies Inc.）在网络通知中所描述的：

六西格玛绿带培训

我们将会向参与者介绍六西格玛商业方法论，提供使用这种统计工具的机会，这些统计工具是成功地参与到六西格玛活动中所必需的。我们将进行一次过程模拟来帮助大家理解定义、测量、分析、发展和控制方法论。统计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工具包括工艺流程图、标准操作规程、响应和变量图表、输入输出工艺、柱状图、散点图（特别强调）、排列图、控制图、运行图、实验设计、测量系统和 FMEA 等。

有些院校意识到数据分析能力对学生将来工作的重要性，在很早的时候就开始向学生教授散点图。在内华达州洪堡县校区，五年级的孩子就要学习“收集、组织、阅读和解释区分各种各样的数据，包括表格、线图、散点图和柱状图，使用数据进行分析，得出结论，加以解释，并且进行预测”。

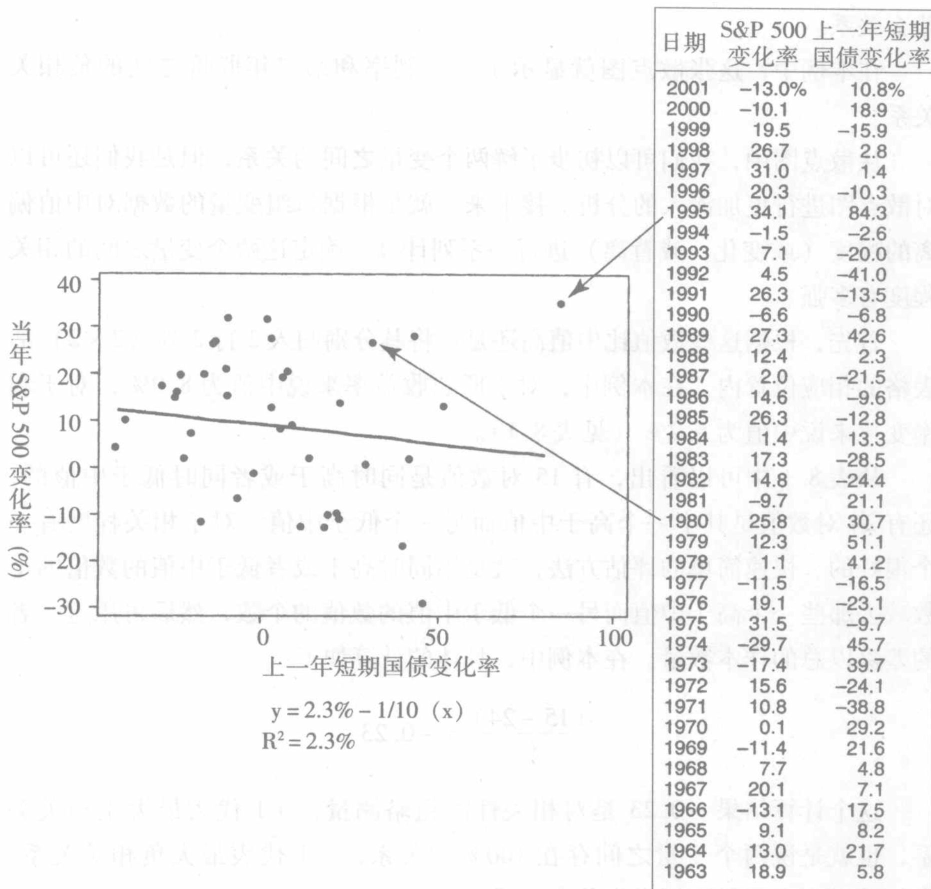
像所有好的事物在不断发展一样，我们描画散点图所使用的工具也在不断发展。到目前为止，我们找到的最好工具就包含在能进行大量计算的电脑 Number Cruncher 统计系统中，是一个统计分析软件包。它的散点程序软件的功能很强大，就连维克多这种很难被取悦的人都很满意。它的散点程序软件中包括的功能有：趋势线（trend lines）、多项式样条曲线（polynomial spline）、最小曲线拟合（lowest curve fitting）、向日葵和箱形图（sunflower and box plots）、覆盖图（overlays）、连接点（connecting points）、转化为对数或者指数值（transformations to log or exponential scales）、群符号（symbols for groups）、置信带（confidence bands）、三变量图形（three-variable plots）、三维图形和所有的颜色及不同型号字体。

如何画散点图

现在，我们先粗略地建立一张散点图。像 Excel、Minitab “freeware” R 等电脑程序都可以完成这样的工作，但是如果你能掌握散点图的画法还是非常有好处的。理解绘制散点图的方法可能会激发你新的见解，并且会帮助你发现错误。

比方说，你决定研究某年利率变化和第二年股市收益率之间的关系。第一步就是收集关于这两个变量的数据。我们每个变量都收集了 39 年的数据，并且在图 8.2 中绘出了每组数据。表格中的数据和散点图的箭头告诉你如何绘制这些变量。这些箭头指向了 1995 年和 1980 年的数据，当时利率和股票的收益率都异常高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



日期	S&P 500 变化率	上一年短期国债变化率
2001	−13.0%	10.8%
2000	−10.1	18.9
1999	19.5	−15.9
1998	26.7	2.8
1997	31.0	1.4
1996	20.3	−10.3
1995	34.1	84.3
1994	−1.5	−2.6
1993	7.1	−20.0
1992	4.5	−41.0
1991	26.3	−13.5
1990	−6.6	−6.8
1989	27.3	42.6
1988	12.4	2.3
1987	2.0	−21.5
1986	14.6	−9.6
1985	26.3	−12.8
1984	1.4	13.3
1983	17.3	−28.5
1982	14.8	−24.4
1981	−9.7	21.1
1980	25.8	30.7
1979	12.3	51.1
1978	1.1	41.2
1977	−11.5	−16.5
1976	19.1	−23.1
1975	31.5	−9.7
1974	−29.7	45.7
1973	−17.4	39.7
1972	15.6	−24.1
1971	10.8	−38.8
1970	0.1	29.2
1969	−11.4	21.6
1968	7.7	4.8
1967	20.1	7.1
1966	−13.1	17.5
1965	9.1	8.2
1964	13.0	21.7
1963	18.9	5.8

图 8.2　当年短期国债利率变化和 S&P 500 期货在次年的变化

来源：标准普尔证券价格指数记录

习惯上，我们把那些被预测或者将会被影响的变量用坐标图的纵轴来表示，而将那些用来进行预测或者影响别的变量的变量用横轴来表示。横轴和纵轴的交点的数值通常用点、X 或者其他字母等来表示。

如果这些点群分布的趋势是左低右高，那么这两个变量之间的关系就是正相关的。这样的分布可以说明：

- 一个变量的较高数值和另一个变量的较高数值相对应。
- 一个变量的中间数值和另一个变量的中间数值相对应。
- 一个变量的较低数值和另一个变量的较低数值相对应。

如果这些点群分布的趋势是左低右高，那么这两个变量之间的关系就是负相关的：一个变量的较高数值对应另一个变量的较低数值，等等。如果这些点的分布丝毫不成形，那么这两个变量之间的关系就很弱，或者几乎没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么关系。

在本例中，这张散点图就显示了某年利率和第二年股价之间的负相关关系。

从散点图中，我们可以初步了解两个变量之间的关系，但是我们还可以对散点图进行更加深入的分析。接下来，就是根据每组变量的数据对中值偏离的程度（或变化，或背离）进行一系列计算，确定这两个变量之间的相关程度有多强。

首先，根据这些数值比中值高还是低将其分别归入2行2列（2×2）的表格的相应位置内。在本例中，对于股票收益率来说中值为8.9%，对于利率变化来说中值为5.2%（见表8.1）。

从表8.1中可以看出，有15对数值是同时高于或者同时低于中值的，还有24对数值是其中一个高于中值而另一个低于中值。对于相关程度有一个很好的、快速简单的评估方法，就是用同时高于或者低于中值的数值的个数减去那些一个高于中值而另一个低于中值的数值的个数，然后再用这二者的差除以总的样本数量。在本例中，具体的计算如下：

$$\frac{(15-24)}{39}=-0.23$$

这个计算结果 -0.23 是对相关性的粗略测量，+1代表最大正相关关系，也就是说两个变量之间存在100%的关系，-1代表最大负相关关系，也就是说两个变量之间没有什么关系。

表8.1　当年短期国债利率变化和S&P 500回报率在次年变化的2×2表格

	第二年的S&P 500回报率	
	低于中值的数值的个数	高于中值的数值的个数
短期国债利率变化		
低于中值的数值的个数	7	14
高于中值的数值的个数	10	8

这种负相关说明在利率和S&P 500变化之间的反比关系。

做上面的2×2表格时，首先在坐标图的水平轴的平均值位置画一条垂直线，在纵轴的平均值位置处画一条水平线。这两条线将整个图分成4个部分。接下来，分别计算每个部分中的点的数目，并且将数字填入表中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免错误的结论

不管你做什么，不要过度依赖散点图、相关关系或者回归方程式。它们只能表示两个变量之间存在某种程度的因果关系，却不是证明两个变量有因果关系的证据。那些从统计学上看起来非常明显的关系可能是由于偶然或者是隐藏的、我们观察不到的因素所导致的。

图表尤其容易被错误理解。有一个很著名的例子。在第二次世界大战的时候，伦敦遭到了德军的空袭，报纸上刊登了标明德军飞机投弹地点的地图，随后人们开始在地图上寻找哪里还没有被轰炸，并且相信这张图揭示了那些德国间谍居住的地方。随后的分析显示，这张轰炸地图上标明的投弹地点完全是德军随机选择的。人们从图中找出的所谓因果关系事实上不过是随机的变动而已。目前有一种趋势就是根据任意的数据来推断原因，例如癌症的地区性发病率，里德·黑斯蒂和罗宾·M·道斯的《未知世界的理性选择》一书讨论了这种趋势。

在这点上最严重的问题，就是根据伪造的或者假性相关关系得出结论。这种错误的结论通常建立在下面的一个或多个错误之上：

- 未能说明随机性的大小。
- 忽略了影响两个变量的第三个变量。
- 未能考虑变量的波动性，或者研究对象总体的变化。
- 综合的错误。



不幸的是，大多数关于市场关系的研究都同时受到这些错误的困扰。对于一个大的个案研究来说，我们推荐了很多在本书前面的内容中引用过的学术成果。不过，在普渡大学（Purdue University）的“假性相关竞赛”对于这个问题有更好的介绍。1998 年的冠军罗恩的入围主要由于他发现了德国奥登堡的人口数量和在那里可以看到的鹳的数量之间存在高度相关性：在德国的奥登堡阅读先知康德著作的成年人的比例是世界上最高的，而且每年那里的人口还在因为其他地方的康德迷不断搬来而不断增加。由于对康德作品的讨论不断增加，这就给厨师增加了压力，要求他们为不断增加的香肠需求量做准备。当数量增加的时候，质量也就下降了。人们都知道坏的香肠将会导致思想混乱。这将导致人们对康德的作品产生严重的曲解，这一现象叫做 *unkantverstehenlassenhummels*。当阅读关于这个错误的文字论述的时候，因为必须阅读这个冗长的单词而会导致视力模糊。由此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而引发的复视将会导致人在看到鹳的时候产生虚假视觉，这样报道的鹳的数目就会是实际数目的至少两倍。

让我们来系统地检验一下假性相关的问题。

随机性错误

到目前为止，分析相关性时最常出现的问题，就是没能把偶然性或者随机性的分析计算转化为对假定的市场关系的合理解释。投资者在财经版面读到的关于市场将会如何发展的文章，几乎都把市场的发展变化归因于偶然性，最常见的例子就是一些共同基金经理关于个别股票或者未来市场方向的建议。“X 先生可以精确地预测到股价将会上涨的幅度。他在股票价格跌至最低点时购买股票，并且写了一本书。他在最近的行情上涨之前购买了一些个股，并且将目标价设定为 100 美元。”是的，当然。在数以万计把这次上涨称为最后一波上升浪的人之中，有很多是经理或者顾问。但是他们的成功是来自于超人的见识吗？更大的可能只是运气好罢了。

经典的投资诈骗就是利用大家没有认真考虑偶然性的作用才得逞的。他们将一份预测邮寄给“目标”名单上一半的人，而将相反的预测结果邮寄给“目标”名单上另一半人。不管哪种预测结果是正确的，那些收到预测的人都将分裂为两个阵营，其中一个阵营收到了一个预测结果，另一个阵营则收到了另一个预测结果。在经历过 5 次左右类似的反复之后，你将会拥有一批非常坚定的追随者，他们会认为你是一个天才。接下来你将可以得到大量的金钱。

技术指标和市场表现之间的相关性讨论也受到类似问题的困扰。正如本书前面部分所讨论的，如此多的技术指标已经落伍，不再出现在市场中了，但是市场中将永远都有一个或另一个当红的技术指标，一个或另一个当红的从业者，一个或另一个当红的研讨会发言人或者主导者。

维克多的《投机客养成教育》的第三章对这个问题进行了讨论，讨论结果显示，长时间内的价格连续向着相同的方向变化也是随机的。1995 年，日元汇率在连续 16 个星期的星期五下跌。但是考虑到所有不同的商品和日期，这种趋势并不是没有继续下去的可能。同样，随意的运动解释了几乎每一个你将听到的关于市场的古老格言。

我们有一个极好的方法来矫正从随机现象中得出假性相关关系的行为。主要的矫正方法是读一本与多重比较有关的统计学书籍，或者阅读任何一本多元统计学书籍中与这个主题有关的一章。我们推荐的书籍是由尤塞夫·霍奇伯格和阿吉特·泰姆汉合写的《多重比较程序》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疏忽性错误，或者漏掉第三个变量

导致与股票有关的结论不完善的第二大常见原因是对第三变量的疏忽。让我们再次转向这些多产的信使——斯堪的纳维亚的鹳。来自于德国、丹麦和挪威的数据显示，鹳的数量越多，人口的出生率就越高。在《新型数据统计分析》中，T·W·安德森和杰里米·D·芬恩以一种非常合理的方式解释了这种相关关系："那些拥有大量人口的地区拥有大量的新生婴儿，而且同样也拥有很多的建筑物，鹳可以在这些建筑物的烟囱里面筑巢。"因此，人口既可以解释出生的频率，还可以解释鹳的数量的增加。他们使用图解的方法来进行说明，如图8.3所示。



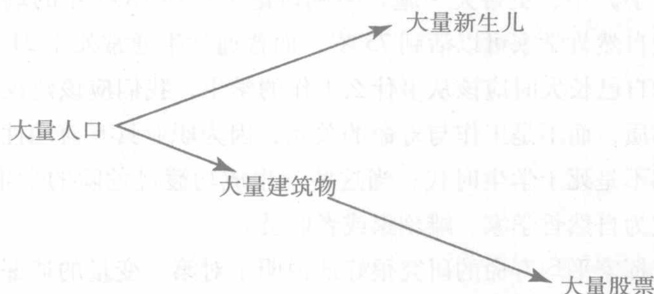


图8.3 大量股票，大量婴儿

来源：《新型数据统计分析》，施普林格出版社，1996。经授权使用

对于学习市场关系的学生来说，把图8.3贴在课桌的旁边是一个很不错的主意，这样可以提醒你注意这种缺陷。

忽略第三变量的例子在对市场的研究中非常多见。在这项研究中，最典型的研究对象是受投资者情绪影响的技术指标的有效性。几乎所有的研究都显示，当投资者的情绪达到一个确定的乐观水平之后，市场将会转入熊市；当投资者的情绪悲观到极点的时候，市场将会转入牛市。正如技术指标那一章所分析过的，市场的近期运动和随后的表现之间存在着很强的反相关性。但是所有情绪指标都与近期市场运动是高度正相关的，这些情绪指标包括看涨的分析师的百分比、流向股票型基金的资金量等。因此，当市场在过去的两周中出现大幅上涨的时候，投资者的情绪将会变得非常乐观，熊市即将到来；与此相反，当市场已经经历了大幅下跌之后，投资者的情绪会变得非常悲观，牛市即将到来。情绪与未来的市场运动之间有非直接的关系，但是这种关系仅限于情绪和近期市场运动之间的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动性错误

在市场文献中所报道的相关关系通常都没有考虑某一个变量性质的改变。海伦·沃克是哥伦比亚大学的一名统计学教授，他使用下面的假性相关关系来说明这种谬论。很多年轻女人要学习行走时将一只脚放在另一只脚的前面，并且要沿着一条假想的线来行走，因为按照这种方法走路臀部的摇摆看上去很迷人。而年纪大一些的女人对外表并不那么看重，所以她们走路时两只脚放在一条看不见的线的两端。尽管如此，年龄并不是由宽步法导致的。



对于长寿和职业之间关系的研究特别容易受到假性相关的影响。在《桌面上的统计学》中，史蒂夫·施蒂格勒讨论了一项 1835 年的瑞士研究，这项研究发现自然哲学家可以活到 75 岁，而普通学生通常死于 21 岁。对于一个深入思考自己长大时应该从事什么工作的学生，我们应该建议他更多地考虑工作的本质，而不是工作与寿命的关系，因为职业具有流动性。毕竟，大多数学生都不是死于学生时代；当这些学生成功渡过危险的学生时代以后，他们将会成为自然哲学家、雕刻家或者职员。

对于指挥家平均寿命的研究很好地说明了对第三变量的遗漏——能否活到一个确定的年龄——如何使人们对大多数基于职业或者生活方式的长寿研究产生偏见。平均起来，指挥家可以活到 74 岁，诗人的寿命相对来说则要短很多。但是，这并不表明未来的艺术家可以选择做指挥家而不选择做诗人来延长自己的寿命。为了成为一名指挥家，需要进行大量的训练；35 岁可能是加入行业协会的合理最低年龄。一旦考虑到这个因素，表面上看起来指挥家长寿的观点就不成立了。那些能够活到 35 岁的男人的平均寿命大约是 74 岁，与指挥家的平均寿命是一样的。

在相关性分析中，这种类型的谬论是很多人都知道的，至今这种偏见仍然在华尔街的研究中非常常见。使用那些幸存下来的公司的股票为研究样本，对它们进行大量的研究，可以得出下面的结论：价值型股票是最好的。尽管如此，仔细分析之后，我们可以发现，结果被档案管理歪曲了。小公司只不过因为达到了特定的规模就被包括在成长档案中，因此，很多快速成长的公司被忽略掉了。另一方面，价值型档案包括很多正在经历资金困难的公司。如果公司的资金困难已经达到了破产的境地，那么这家公司就不会被包括在价值型档案中。如果这家公司还能生存，那么就要被包括在价值型档案中。

在上述回顾性研究中，价值型股票的业绩之所以显得如此突出，是由于“生存偏差”的存在。除了这个缺陷，詹姆斯·P·奥肖内西的研究是一个很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的研究典范。尽管如此，要注意到在一个价值型共同基金表现低迷之后，奥肖内西决定放弃共同基金交易，这个价值型共同基金是按照他在 1998 年的《什么在华尔街起作用》一书中提到的模式而建立的。随后，一家在网上向客户提供销售各种股票服务的风险基金在 2001 年 9 月关掉了它的网站，这家机构是通过网络来出售股票的定制篮。几乎所有按照这种相关性建立起来的其他共同基金都遭遇了相同的结局。雷 - 格雷厄姆基金就是一个例子，它是第一个运用格雷厄姆发现的价值型股票和回报率之间的相关性的基金。自从这家基金成立以来，它的表现在晨星评级中可能是最低的。

综合的错误

如果对于每只股票来说，较低的市盈率都和随后较高的市场收益率联系在一起的话，那么对于整个市场来说，较低的市盈率也将和随后较高的市场回报率联系在一起——这就是统计学上称为综合的错误的一个例子。

假性相关关系的祸根

鞋的大小和阅读技巧高度相关，但是这并不意味着购买大鞋将会帮助孩子阅读得更好，也不意味着阅读量大将会使脚变大。实际上，在这个相关关系中还有第三个不可测量的因素：年龄。随着孩子不断长大，他们的阅读能力会增强，同时他们的脚也在长大。

尽管每一个学生都被告知，在根据相关关系推断原因的时候要倍加小心，但是令人惊讶的是，在系统开发者和各种理学专家的数字工作中，很少有人考虑到这一点。他们总是提出一种关系，即这个指标和随后的出众表现之间的相关关系。如果他们能够记得前面提到的对鹳、鞋的大小和指挥家等的研究，并且能够将更多注意力投入到散点图上，他们在研究假性相关关系上浪费的时间也将大大减少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章
回报率的未来

所有市场胜利的来源既不是熊市，也不是牛市，而是对人的思维的探究。

——*布雷特·斯蒂恩博格博士的信，2002 年 6 月 23 日*

科学发展史上里程碑式的数据收集的例子不胜枚举，正是它们触发了科学的变革。第谷·布拉赫仔细而广泛的天文计算是以他利用创新性的望远镜进行天文观测为基础的，并推动了有关行星运动的开普勒定律的发展。卡尔·林奈在 18 世纪早期搜集的植物数据为查尔斯·达尔文的发现和分类建立了基础。亨利·卡文迪什和安东尼·拉瓦锡在不同化学元素上准确和细致的测量为门捷列夫元素周期表的发现打下了基础。

在投资领域中，类似的知识进步在 20 世纪 60 年代到来了，那时芝加哥证券价格研究中心公布了第一个可靠而全面的从 1926 年到 1960 年间的美国股票每日价格数据库。随后证券分析的发展如雨后春笋。相继出现的证券投资分析、公司资本结构、期权定价、有效市场假说、行为经济学理论和理性期望等领域都被载入史册，并且很多学说理论的提出者都获得了诺贝尔奖。

所有的国家都要花费超过 40 年的时间来完成一个可比较的数据库。伦敦商学院的埃尔罗伊·蒂姆森、保罗·马什和迈克·斯汤顿完成了这项浩瀚的工程。这些教授们在 2002 年《乐观者的胜利》一书中公布了他们的研究结果。在该书中，投资者可以找到股票和债券、国债通货膨胀调整后收益、实际分红、世界范围内各个市场之间的相关性以及价值型和成长型股票的相对表现等方面的权威信息。

该书和大多数学术理论研究人员所写的著作不一样，它避开了草率的概括和混合取样过程。作者恰恰针对先前的投资研究提出了异议，因为那些研究武断地选择研究的起止时间，有意避重就轻，看待问题只见树木不见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

森林。

简陋环境下可以产生伟大的作品。莎士比亚是演员兼企业主管，他靠改写老的小说来给自己的公司赚一点小钱。塞万提斯靠给骑士游侠的书编写癫狂的滑稽情节来还债。小说家拉伯雷通过写幽默剧来帮助治疗他的重病患者。蒂姆森告诉我们，他和他的同事将《乐观者的胜利》看成“一份心甘情愿的工作，仅仅是给飞机上乘客们提供的一本消遣读物”。他说，“我们的家人也许不会关心我们所做的一切。”斯汤顿搜集数据，他更喜欢亲自从专业图书馆的原始资源中搜集统计资料，而不是将工作委派给他人代做。他的博士论文主要研究的是航空机票价格。

《乐观者的胜利》一书主要是对一些随机挑选出来的美国股票进行研究，结果显示，这些股票在20世纪的收益率都在1 500 000%上下。当然，大规模的损失也时常发生，如1930年和1931年损失分别为28%和44%，还有1970～1979年的10年时间股票价格几乎没有变化，而美元购买力则降低了28%。

但是总的来说，为了抑制通货膨胀，美国股票的收益率每年约为6%——高于其他任何一种证券。此外，这个收益率可以和大多数其他工业国家相提并论，瑞典和奥地利的甚至更高（图9.1）。

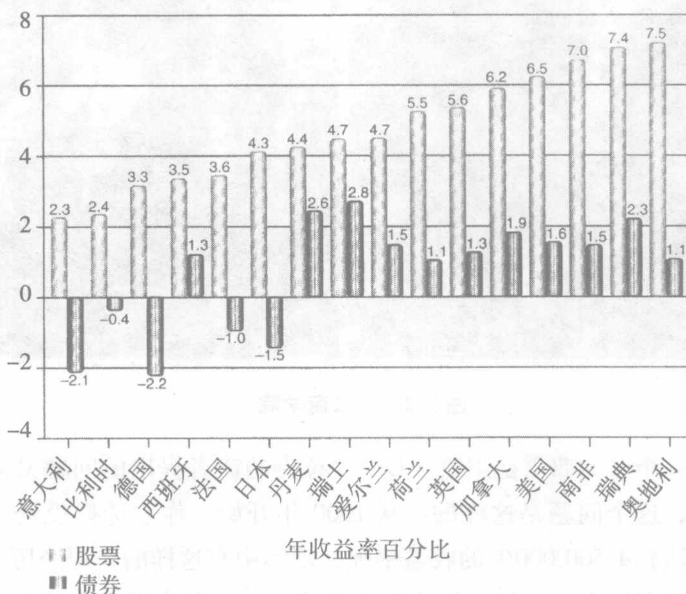


图9.1 名义收益率和实际收益率（1900～2001）

来源：埃尔罗伊·蒂姆森等，《乐观者的胜利》，普林斯顿大学出版社。经授权使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的预测

在21世纪，市场预测蕴涵的意义是广泛的。远古时期，人们旅行到特尔斐向圣贤请教重要的问题。在崇山峻岭中，他们虔诚地听取有关诸如殖民地的最佳位置和战争合理性等重大事件的神秘说辞。这些说辞出自神殿中隐蔽小屋里的一位被视为神的村妇之口，也许源自牧师操纵的覆盖面很大的间谍网的情报。更重要的是，许多神谕的预言相对于特尔斐的牧师宣称的准确性来说是模棱两可的，不管是什么结果，都不能确保其准确性。但是我们这里会做一个有把握的预测：未来的知识探求者将一路向前到伦敦商学院蒂姆森小组收集整理的14国数据库去。实际上，壮丽雄伟的希腊圆柱式建筑使伦敦商学院充满了古典气息（见图9.2和图9.3）。

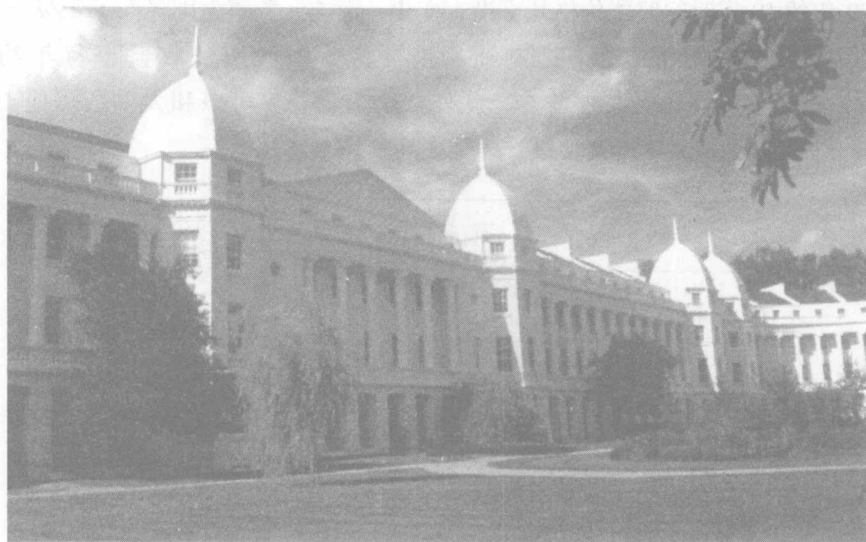


图9.2　伦敦商学院

我们把一个名为弗雷德里克·C·沙拉克的读者提出的问题又向伦敦的圣贤提出来，这个问题是这样的：从1900年开始，你会选择投资于哪家公司的股票来达到1 500 000%的收益率呢？现实中有这样的公司经历了这么长时间，仍然生存下来，并且取得这样的业绩吗？或者这样一个收益率是基于新公司的成功取代失败者后计算出来的，而这些新的公司有朝一日也会被取代吗？这样一种替代不是也会使证券指数上涨吗？以下是蒂姆森的回答：

如果你选择了存在于一个特定时期内的公司，该公司的生产和员工会不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可避免地具有当时的特征。商业不断发生变化，但是本质上并没有影响到股东。同样的道理，幸存下来的共同基金公司包含的证券也是不断变化的。所有人可以做的是“向钱看”，那也是支撑我们指数的投资策略。指数代表了一个投资组合的累积表现和在长期内表现突出的投资策略。

不要满足于1 500 000%的盈利

我们以蒂姆森等人的研究为基础做了一些尝试。一开始我们考虑个人是否需要一直待在市场中，还是灵活地把握市场时机来增加收益，这在其他领域很有效。我们设计了3种变量，它们可能增加一个简单的买入并持有的长期投资策略的有效性。我们邀请了交易者埃里克斯·马丁加入我们的检验，我们也报道了他研究的变量。



图9.3 特尔斐的阿波罗神庙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变化 1：一绊，一蹦，一跳

某些读者可能反对说，股票市场涨跌不定，根本就不是稳定的。然而一张图表形象地说明，如果在 1899 年初投资 1 美元，那么在 2001 年，这 1 美元会变为多少。从图 9.4 可以看出，跌势并不明显——即使是 1929～1933 年间股票市场受到重创，1987 年和 2000～2002 年的经济衰退时也不例外（见图 9.4）。

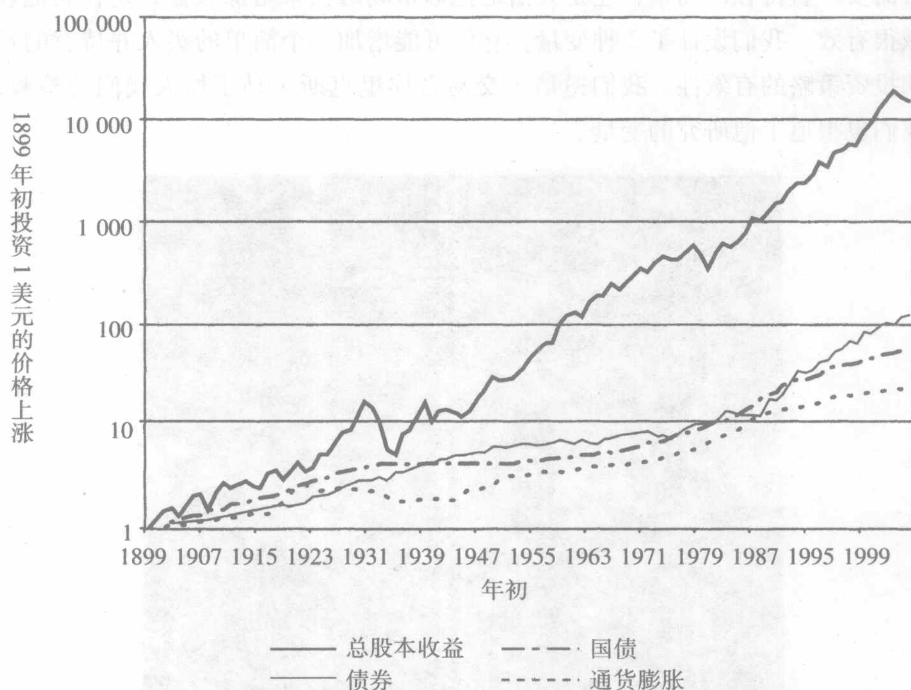


图 9.4　美国资产类别的名义收益

来源：《乐观者的胜利》，普林斯顿大学出版社，蒂姆森等提供的 1899～2000 年的数据。由尼德霍夫更新

即便如此，1 500 000% 的收益率可以通过在任何一年出现行情走低现象的第二年买进股票而显著提高（见表 9.1）。从 1899 年到 2001 年，有 26 年的收益率是负的，而紧接着每次出现负收益率两年后的收益率平均为 16%，其中有 23 年的行情是上涨的，仅两年的行情是下跌的，标准差为适中的 19%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9.1 收益率的提高

2 年 +1		
前 2 年	前 1 年	年度收益率
−	−	16
−	+	16
+	−	13
+	+	9

表 9.2 给出了所有相关时期过去和未来收益的相关性，其平均逆转的方式是惊人的一致。

表 9.2 不同年份的收益率之间的相关关系

当前年份和以前年份的收益率之间的相关系数（%）	
1 年前	−2
2 年前	−25
3 年前	−4
4 年前	−2
5 年前	−17
6 年前	−5

某年的收益率和随后两年的收益率之间的相关系数为 −0.25。这对于 100 年的数据来说是显著的，发生的概率小于 1%（见表 9.3）。

变化 2 ：幸运 5

季节性往往是研究股票收益率时要考虑的一个因素。《乐观者的胜利》的作者研究了一年中分别有哪几个月适合买进和卖出。他们检验了 1 月份是否是买入的合适月份，结果表明，美国小盘股在 1 月份好像有一个高的收益率。他们相信市场在夏季将会上涨，和传统观念认为“夏季萧条”的看法完全不同。作者认为，这些问题将会“继续激发兴趣”。

它们确实激起了我们研究特定年份是否表现出高于平均收益率的兴趣。我们探索是否以特别数字结尾的年份，比如 5，会是买入的好时机，而以其他数字结尾的年份，比如 0 或者 7，就不特别合适。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9.3 一次下跌后第二年购买股票

年份	总收益率（%）	两年后	总收益率（%）
1903	-0.15	1905	0.22
1907	-0.29	1909	0.2
1910	-0.09	1912	0.07
1913	-0.08	1915	0.39
1914	-0.06	1916	0.06
1917	-0.19	1919	0.21
1920	-0.18	1922	0.31
1929	-0.15	1931	-0.44
1930	-0.28	1932	-0.1
1931	-0.44	1933	0.58
1932	-0.1	1934	0.04
1937	-0.35	1939	0.03
1940	-0.07	1942	0.16
1941	-0.1	1943	0.28
1946	-0.06	1948	0.02
1957	-0.1	1959	0.13
1962	-0.1	1964	0.16
1966	-0.09	1968	0.14
1969	-0.11	1971	0.18
1973	-0.19	1975	0.38
1974	-0.28	1976	0.27
1977	-0.03	1979	0.26
1981	-0.04	1983	0.23
1990	-0.06	1992	0.09
1994	0	1996	0.21
2000	-0.11		
2001	-0.11		
观测样本数量		25	
平均收益率		0.16	
中间收益率		0.18	
显著差异		0.19	
上涨率		92%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表9.4表明，以5结尾的年份，平均收益率是32%，以0或7结尾的年份，平均收益率接近1%。

为了检验这些结果是非随机的，我们将100个收益率中每10个收益率分为一组，共有10组，将程序反复运行了1 000次。

接下来，我们计算了最大和最小收益率的差，结果为高于30%。

因此，我们得出结论：以5结尾的年份是购买的最佳时间，而以0或7结尾的年份是最不宜购买的。

关于购买债券、国债的最佳年份和消费者物价指数的研究，最终得出了完全随机的结果。

表9.4 平均收益率

结束年	收益率
0	1
1	6
2	10
3	10
4	12
5	32
6	11
7	0
8	25
9	13

变化3：杠杆作用的限定

埃里克斯·马丁是一位巴黎的统计学学者，也是欧洲许多电信公司的顾问，给出了1 500 000%主题的下述变化：

华尔街的博学者一般都推荐投资者把资产在股票、债券和现金之间进行分配组合。但是在20世纪，一个投资者将资产的70%投资于股票，20%投资于债券，剩下的10%投资于国债，“只能”将1美元变为5 070美元，这只是将资产单纯投资于股票所能获得的收益的1/3。

用“将100%的资产投资于股票”的策略是否会提高投资收益呢？在1899年也许不尽然，但是今天可以。投资者可以用保证金账户购买股票和期货，其增加股票收益率的机会在100%以上。如果一位投资者在20世纪愿意冒200%的风险将资产投资于股票的话，他将会把1美元变成1 723 781美元，而不是15 000美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能有这样的好事吗？是的。300% 的风险，可以使我们虚构的投资者在 1931 年变得一无所有。如果他的赌注远大于他的资金，即使是一个赌场高手也会惨败。相同的现象在这里发生了：赌徒的破产。

此外，试图执行这个策略的投资者或者基金公司将可能花费额外的代价：他们使用保证金账户投资，为了买入现有现金无力购买的更多股票，他们要支付保证金率，要在每个时期结束时买进或卖出股票，以将风险保持在预期水平。

为了使研究更加实际，埃里克斯从股票收益中减掉国债的收益——因为这部分的风险超过了 100%——作为对保证金率的一个估计。加上了这个更加严格的假设限制之后，额外的风险，即杠杆作用改善了整个投资策略。150% 的风险将会在一个世纪中得到超过 3 倍的收益，将 1 美元变为 47 228 美元。

埃里克斯写道，事后看来，最好的资产分配方案应该是持有占资产额 164% 的股票。这将会使 1 美元变为 50 950 美元，将复合收益率由 10% 提升到 11.3%。但是那将会是一个野性时期：从 1928 年到 1932 年，投资者要损失 90% 以上。任何胆敢承担 225% 风险的人一定会破产。他总结道："没有人说这不是危险。"

乐观者会永远胜利吗

尽管对任何理性的人来说，对蒂姆森等人所做的全面而又有证据支持的收益率研究提出异议是不可能的，但对于未来收益状况，分歧还是相当大的。教授告诉我们他对这个问题的看法。一言以蔽之，他们相信 21 世纪将会得益于多重因素的特别组合，未来 50 年的收益将不会像 1900 ~ 2001 年那么好。

蒂姆森尤其反对将美国人有利的历史经验传播出去。"历史上收益率更低的比利时人和丹麦人应该做相同的事情，设计比美国更低的股票市场收益吗？那将是很奇怪的。让我们将低水平的比利时股票市场预测和高水平的美国股票市场预测相比。预测美国高收益率的投资者一定会向我解释为什么他认为美国和其他国家相比是被低估了。预测比利时低收益率的投资者一定会解释为什么他认为比利时和其他国家相比是被高估了。唯一明智的立场是设计看起来能够代表一个相对于未来可能发生的风险的合理收益率。那正是我们在《乐观者的胜利》中所想要达到的目的。"

第二种看法

为了解答这个棘手的问题，我们从我们喜爱的美国先知理查德·西尔斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那里得到了第二种观点，作为一个退休的一流保险精算公司的合伙人，理查德现在负责他在纽约的投资业务。他还经营一个网站，网址是：www.gtindex.com，主要是模拟技术元老乔治·吉尔德的选股技巧。理查德写道：

在我看来，参考少许的变量就想去解释像自由市场那样复杂的事情是一种致命的狂妄。对于股票市场，我怀疑任何人都不能自信地解说过去发生的事情为什么会发生，也不能预测未来。

“致命的狂妄”引自奥地利经济学家里德里克·海克的著作。书中，海克描述了为什么高度分散的经济信息从本质上注定了在计划经济体制下的所有尝试都是徒劳的。

如我们在2002年中期所写的那样，我们的观点是悲观的，认为自1990年，或1980年，或1950年等经济萧条和经济崩溃的记忆仍然在继续的时候起，如果说有一个时期投资者预期收益率大于50%，因而会去买入风险投资，那么这个时期也似乎就是现在。我们相信我们的期待不会让人失望。

像蒂姆森等人指出的那样，在20世纪出现了大量的积极影响因素：技术、流动性、多样化、自由贸易等。但是考虑一下，美国股票的收益和英国经历两次世界大战时期的收益几乎是相同的，当时英国丢掉了其帝国地位，在一个生存都很难的时期里发展，接着就是包括税率在内的一系列社会方针政策的多变，其中税率的变动超过了100%——所有这些都应该对股票市场有负面影响。

尽管我们在如何在21世纪的市场中保持乐观主义的问题上有异议，但是我们和蒂姆森等人关于未来我们将在哪里结束的问题得出了类似的结论。“多数国家在20世纪对无固定利息股票的典型实际收益率是每年4%～6%，”他们给我们写道，“放眼未来，我们认为一个合理的预测是在此基础上再减掉一个或者两个百分点。”

也许我们应该在此基础上再加上1%或者2%。按照复利计息法，区别就是我们在21世纪将会寻求1 500 000%的收益率，他们可能期望1 000 000%的收益率。

这个问题简单地说，就像是两位从伦敦出发到加利福尼亚州的旅行者。一位到达了加州圣何塞，另一位到达了加州旧金山。不管我们中谁是正确的，收益都是很高的。他们有乐观的理由。他们给所有的投资者在计划投资时因为乐观而犯的错误提供了指导：他们应该抓住每一次合理的机会去购买股票，为他们自己和他们的子嗣赚取财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章
投资周期表

客观知识的积累能够将未来带到我们的眼前。

——杰拉德·皮尔，《科学时代》

在任何领域中，知识的发展进步都是从不连贯的事实和现象积累到一定程度才开始的。下一步要做的是揭示能够解释这些现象的一个或者两个变量，这些努力降低了不确定性。然后这个领域就等待有一位哥白尼，一位达尔文，一位林奈，一位孟德尔或一位沃森出现，提出一种能够将无数的现象和关系形成一个连贯整体的分类。



以大约1870年左右的化学科学为例，也就是在门捷列夫和朱利叶斯·迈耶各自独立提出元素周期表之前，在那个世纪之初，约翰·道尔顿已经发现了元素的原子结构。人们已经发现和分析了大量的元素，已经有了处理这些元素的方法，也知道了使这些元素发生化合反应的过程，而且科学家已经观察到有若干组元素分别拥有相似的电学现象。

元素周期表的发现同时将这些不连贯的事实和关系统一起来，并且开创了一个新的领域。按照原子量对元素进行排序，不仅使我们可以预测每种元素的性质，而且可以预测这些元素和其他元素之间的关系。在周期表中，同一列元素往往表现出相似的性质。当顺着某一“周期”或者某一行（与列交叉）进行观察的时候，我们就可以看到元素从金属元素逐渐过渡为类金属元素，最后过渡成为气体元素。在一个多世纪以后，周期表仍然出现在世界各地很多实验室的墙上，很多科学家和学生使用这张表来弄清每种元素的性质和活性，以及这些元素的各式各样的分子结构。

对于化学家来说，根据一个元素在元素周期表中的位置就能知道这个元素的性质是方便而可靠的。但是那些可通过比较来认识股票业绩的知识和性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质在哪里呢？更不必说对于单只股票的预测了。

毫无疑问，股票很好地体现出了随机的含义。更确切地说，尽管不能进行精确的预测，但是我们可以根据随机的概率分布来对股价变动进行统计分析。股价会随着经济的发展、世界大事的发生和世界市场状况的变化而发生随机的变动。精确地把握股价变动的难度由于市场周期性变化规则的存在而被加大了，这个规则就是：当投资者能够确定盈利多少和市场行情趋势延续的可能性时，它们却被大大地减少或降低了。

此外，在过去的20世纪里，其他任何领域所取得的进展都要比股票投资领域的大。不仅股价的变动特征没有得到验证，正如我们已经知道的，而且人们通常还会按照经不起检验的方法来描述股价的变动。当这些特征以一种可以检验的方式被描述的时候，又会出现其他的缺陷。无论是可变性的测量，还是与评估有关的不确定性，都不能被精确地描述出来。大多数情况下，数据都是以这样的方式来分析的，所以没有投资者能够迅速地做出反应，从这些假设的关系中受益。不断变化的市场周期的影响也被完全忽略了。

说实话，投资科学是社会科学，而不是自然科学的一个分支，我们从中总结不出永恒不变的规律。但是对于可疑的方法和数据的连续使用，对于检验的回避态度，对于权威的依赖，对于著名投资者的狂热崇拜，有选择性的发表市场权威领袖的声明，以及使用宣传来误导投资者的尝试等做法的传播范围比任何其他领域都要广。当然，对于这些欺骗性方法的宣传仅仅是生态系统中必要和很正常的一部分，在这个生态系统中公众为磨盘提供了谷物。

从事实开始

因为现在投资领域的研究现状（一些不连贯的事实和少量的关系）和元素周期表发现之前化学领域中的状况非常相像，我们就从我们现在所知道的关于市场的不连贯的事实开始：

- 在大多数较长周期内，股票每年的上涨幅度都在10%或者12%。
- 内部人士，包括公司的高级管理人员或者董事，倾向于在合适的时机购买或者抛售股票。
- 公司的预期增长率越高，现在的股价与收益之间的比率也就越高。
- 市盈率高与市盈率低的公司的表现是不一致的。
- 可以使用的公司资产受到债务的多少、原始所有者权益和公司留存利润的限制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们还知道一些有关股票的关系：

- 高风险，高收益，即风险和收益是一致的。
- 我们可以通过分散投资来降低风险。随着投资组合中股票数目的增加，风险也将随之减小。只要你拥有 15 只股票，你的风险就最多可以降低 80%。
- 在大多数情况下，小公司要比大公司的市场表现好。
- 某些特定行业的股票在每年特定时段的表现要比其他时段好。
- 无论是在过去还是未来，与那些将注意力集中在相对固定和不发生改变的业务上的公司相比，那些锐意改革，并且每年将固定比例的大量资金用于研发的公司得到的回报将会更多。
- 那些在政府保护下获得垄断地位的公司在以后的表现通常要比其他公司好得多。（例如，那些拥有特许权并且受到联邦食品药品管理局保护的大型制药公司的市场表现非常好。）

元素周期表和之前对元素进行分类的种种尝试相比，它最显著的特征就是人们利用它能进行很准确的预测。门捷列夫在他的周期表中为那些当时仍然没有发现的元素留下了位置，并预先描述了这些元素的性质。在那之后不久人们就发现了钪、镓和锗，而这些元素的性质也与门捷列夫的预测非常相符。在财经领域，情形就大大不同了。财经预测经常受到轻蔑的嘲笑，而这些嘲笑通常是人们对待天气预报的态度：

- 你不觉得奇怪吗，那些嘲笑吉卜赛算命者的人却对经济学家非常认真。
- “询问 5 个经济学家，你会得到 5 个不同的答案（如果其中一个还在哈佛上过学，说不定有 6 个答案）。”—— 乔恩·肯尼思·加尔布雷斯
- “经济学家是一个预知明天的专家，但是为什么他昨天所预测的今天并没有发生呢？”——劳伦斯·J·彼得

美国总统杜鲁门说他需要一个独臂的经济学家，“这样这个家伙就永远不会在发表一段讲话之后接着说，在另一方面……”

如果对于股票也存在一个像元素周期表那样完美的分类表，那将是非常有用的——这张分类表可以根据公司性质分类，而不需要考虑它们的所属行业或者资产负债表；这张表已经在过去的很多年中经受过许多理论和实践的检验；这张表不会受到在牛市和熊市环境中分别会对股价变动产生不同影响的许多短暂因素的影响；而最为重要的是，根据这张表，我们可以进行可靠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的预测。

除了能为我们今后的研究指明方向和打下基础之外，这张完美的图表还应该为我们提供一些就像在建筑说明书、电线和疾病的诊断及治疗中所用到的标准一样的条理性。

令人难以置信的是，在股票选择领域中确实存在着和元素周期表相类似的东西。它经受住了时间的考验，为那些使用它的投资者带来了收益，为预测这37年中股票的市场表现提供了方法，而且经过了学术人员和行业评估者全面的审查和复制。它就是价值线（Value Line）股票评级系统。

一个股票分类系统

自从20世纪70年代早期以来，价值线公司每个星期都将上市公司分成不同的组，依据是价值线公司对这些上市公司的股票在未来6~12个月的市场预期。等级“1”表示股票在未来的表现将会很好，等级“5”则意味着股票将表现不佳。这些分类主要基于单个公司每个季度的收益比较以及与所有公司中有代表性的公司进行的比较，而且还考虑到了这些公司相对的价格表现。

在元素周期表中，位于较高周期或者较高行中的元素比那些底部周期中的元素更轻，而且更加常见。同理，那些等级排名为“1”级的股票与整个市场相比，通常更加不稳定，并且上市公司的股本通常比较小。这是一个关键的要求，对于我们研究分类表的有效性和可靠性非常关键。

价值线的即时分类系统是由萨姆·艾森斯塔特发明的。第二次世界大战结束以后，他从部队退役，从1946年开始为公司工作，最初的职位是做校对。那个时候价值线是一个毫无生气的公司，在位于麦迪逊大街350号的Borden大厦办公室内总共有15名雇员。这家公司的创立者阿诺德·伯恩哈德对股票的价值标准非常感兴趣，这个价值标准是因为经济困难所产生的，而这场发生在1929年股灾时的经济困难，他的家庭同样也经历过。

伯恩哈德认为极端情绪使得20世纪20年代末期的市场价位过高，并且导致30年代初期的市场价位过低。他注意到，在公司的年收益和股价之间存在着某种联系，并且他在对数标尺上描绘出了两者之间的关系。它将单个公司每年的收益画在透明纸上，将这张纸和价格历史重叠在一起，这就是视觉回归（visual regression）的一个早期尝试。这种重叠过程将会得出一个收益增值率，我们接下来将把这个增值率运用到收益预测上，来获得一个“标准值”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这条线开始作为价值线而广为人知。股票价格在这条线附近上下波动，就是高估或者低估的根据。“我不能精确地说出伯恩哈德在哪里得到了这种方法的灵感，但是我认为它是那时的一个主要成就，因为在那个时候股票选择被认为是一门艺术，而不是一种科学。”艾森斯塔特说，“在尝试将股票价格和极端情绪区别开来的努力中，这是一个开创性的成就。”

门捷列夫一直在努力提出一种分类，以将不同的元素按照性质分别归入不同的组内。有一次他将每一个元素分别画在一张扑克牌上。在乘火车的旅途中，他用这些扑克牌进行游戏，因为他想将这些扑克牌分成恰当的几组。最后他提出了原子量的概念。在他提出这个概念之前，约翰·纽兰兹已经发现化学组中每 8 个元素重复一次，这与音阶中的八度音阶非常相似，但是英国化学协会认为这种提法非常荒谬而否定了这个发现。（今天的周期表按照质子数而不是原子量来进行分类。）

随着艾森斯塔特校对工作的进行，他了解了价值线的运作，一个想法开始逐渐浮现在他的脑子里。他认为应该通过比较单一周期内上市公司之间的特征，按照行和列将公司的业绩进行分类。他提出了这样一个想法：要从总体上观察公司，而不是只看到一个一个的个体。“非常类似于填字游戏。”在后来的一次访问中，他回顾了过去的 55 年，说了这样一句话。

主要问题是应该如何为这些股票排定次序。

艾森斯塔特在城市大学接受过统计员的训练，那时，回归的最新技术已经可以运用到实际当中了。正如在第八章中所讨论的，为了说明一组解释变量对一个因变量的线性效果，我们一直在进行回归尝试，以寻找一种最好的评估方法。最小二乘法是我们进行这种评估时常用的方法。最小二乘法就是求出所有预测值和实际值之差的平方值，并且将这些值相加求和，接着求出这个和值的最小值。

艾森斯塔特说，他可以使用最小二乘回归分析来说明在 6 个月的时间段内所有股票的收益率与最近一个季度收益和价格之间的关系相一致，而且与长期价格和收益之间的关系相一致。

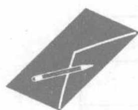
在实践中，回归分析需要有很强运算能力的计算机来支持。从那时起，这种计算机得到了广泛的运用。艾森斯塔特说服价值线让他租借一台 IBM 7094 计算机，这台计算机的运算速度只有现在个人计算机的 1%，但是它的价格却是现在个人计算机的 10 000 倍。

因为有 5 个或者更多的解释变量，而且还要考虑数以百计的股票，所以就算使用一台有两辆卡车那么大的计算机，也要让它工作一个多星期才能得出结果。每当计算机工作的时候，整个大楼里的灯都会调到只有正常情况一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

半的亮度。不过，这台计算机使得艾森斯塔特可以分析公司之间的关系，并且因此得以发展价值线分类系统的基础。

价值线的价值有多大



这个系统的预测精确度如何呢？它能够反驳与预测中的所有错误有关的预言吗？

因为价值线每周就它所研究的每一只股票（现在总数大约为1 700只）公布技术等级，所以对于一个投资组合来说，每周都使用所有的等级变化是不现实的。许多股票的价格变动幅度都很小，而且相对来说流动性较差，并且佣金将会吞掉一个小额投资账户中的大部分收益。检验价值线系统的实际价值的一个好方法就是选取被分到各个组中的股票，使用那些到每个公历季度末为止订购者可以得到的信息，接下来观察这些被选择的股票在随后那个季度的表现（不进行任何重新平衡），接下来对每一个季度重复这个过程。图10.1列出了检验的结果。

即时评级的记录是第一流的。在对每组业绩表现的预测和实际情况之间存在着完美的直接联系。第一组的平均收益率为每季度4.3%，这个数据要远远高于第五组平均每季度1%的收益率。

尽管每季度几个百分点的差异单独看来并不大，但是组合的力量使得每个周期结束之后差距变得非常明显。如果在1983年第二季度末对第一组股票投资100美元，那么在2001年第二季度末其价值将达到1 319美元；这是将100美元投资到第五组股票所获得价值的13倍，是投资到第三组股票所获得价值的2.4倍。在价值线系统的《选择和建议》上每三个月都会公布一次结果。

就结果的统计显著性来说，每组股票的平均季度收益率的平均变化率在1%～1.5%之间。因此，第一组和第二组股票的业绩和其他三个组的股票业绩差异存在三种不同的可能性，这一情形发生的概率是五百分之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

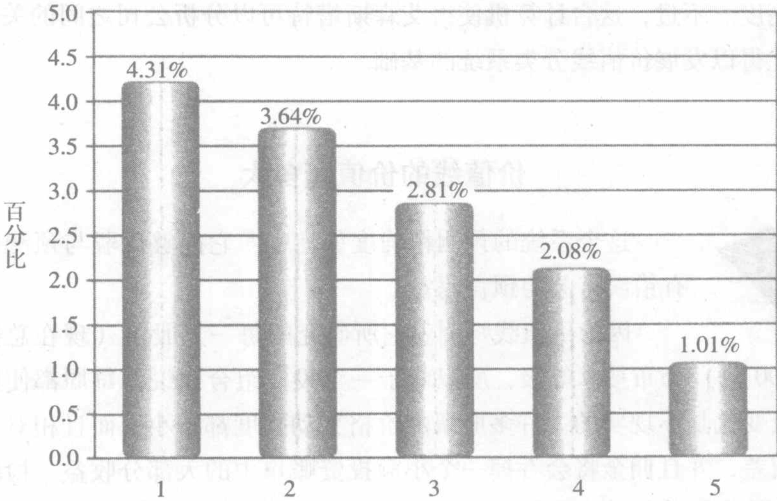


图 10.1　价值线系统即时评级：季度重新平衡（1983.9.30～2002.6.30）

尽管如此，要注意到第一组和第五组中收益率的变化率看起来要比中间三个组的变化率高。

对价值线系统进行的一个有趣的实践性检验，就是考虑如果我们以季度为基础购买第一组的股票并且抛售第五组的股票，那么将会发生什么。我们发现这个长期/短期系统在75%的季度中是赚钱的。表10.1中列出了平均表现。

表 10.1　价值线分组的表现：长期/短期策略

	长期第一组和第五组对冲		
	第一组	第五组	长期/短期
年收益率	17.48%	3.08%	12.86%
年标准差	27.53%	23.19%	21.51%
β	1.323	1.225	0.097

总体上来看，价值线系统的预测记录毫无疑问是历史上预测精确度最高的，预测历史可以追溯到至少4 000年前特尔斐神谕的时代。这个预言在千百万人中广为传播，人们按照预言的方向用数十亿美元进行投资，而且随着时间的推移，这种方法论并没有很大的改变。

其他资料也支持了我们的分析。诺贝尔奖得主费希尔·布莱克回顾过价值线系统的表现，并且在1973年的一篇文章中写道，“大多数投资管理组织如果只留下一名证券分析师，将其他证券分析师全部解雇，接下来对留下的那名分析师使用价值线理论进行指导的话，这些投资管理组织的业绩都将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升。”

马克·赫尔伯特是资深选股专家，他对价值线系统到2002年4月30日为止的所有投资记录进行了调查。赫尔伯特的评估时间框架总共包括4个时间段——5年、10年、15年、20年，价值线系统在所有的时间段中都是建立在风险调节基础上的5家表现最好的投资机构之一。表10.2显示了赫尔伯特的计算结果。

赫尔伯特的结论是：一个投资者不需要每周都按照价值线系统的建议进行操作，以期获得报道的收益率。根据第一组股票，每年调整一次投资组合，就可以使你的投资收益率与每周都按照建议进行操作最后的投资收益率相仿，因为你节省了经纪人佣金和价差，这是赫尔伯特在2001年1月一篇名为《赫尔伯特金融摘要》的文章中提到的。

表10.2 价值线投资调查评级

价值线投资调查年收益率（%）	在时事通讯中的排名（风险调节）	统计时间（年）	Wilshire 5000年收益率（%）
15.8	2	20	14.4
12.3	3	15	11.4
13.5	5	10	11.8
13.7	4	5	7.7

来源：马克·赫尔伯特，该资料经授权使用

詹姆士·J·乔尔在2002年9月出版的《金融与定量分析》杂志中一篇关于价值线系统的学术评论文章中总结道：

价值线的原始记录是令人印象深刻的。在整个样本周期中，分列在不同等级的投资组合的平均收益率的排名和价值线的预期是完全吻合的。除此以外，等级1和等级2的股票收益率几乎是市场平均年收益率的2倍，对于等级5来说情况刚好相反。我发现（在尝试用大量的统计方法来解释这种不正常的偏离之后）与目前那些模式在扣除交易成本之前的预期收益率相比，价值线的收益率仍然要高，价值线的投资组合收益率尤其高，即使是在控制市场动量和收入产生令人惊异的效果之后，收益率仍然可以达到每月45个基点。

价值线的其他系统

并不像即时评级的效果那样广为人知，价值线公司已经开发了一种以股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的技术表现为基础进一步将股票分类的方法。对于单纯的技术分析来说，这些排名仅仅与价格变动有关，而且特别考虑了当月与之前 11 个月的价格变动情况。

这些排名是根据非常基本的统计方法计算出来的。这个技术如下：等式左边是每只股票价格上涨的代表性回归，等式右边是过去的短期和长期价格上涨，这两者相等。艾森斯塔特把这个程序的结果比做一条蛇在地面上移动，在移动时使用的是身体上相互依赖的每一个部分。我们对 1983 年以来的数据进行了实时分析。令人惊讶的是，在技术分析第一组中股票的表现甚至比即时第一组的表现还要好（见图 10.2）。

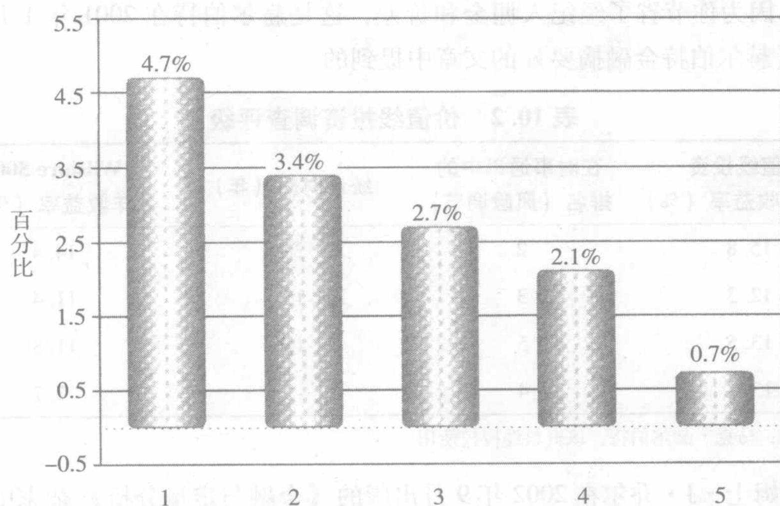


图 10.2 价值线技术组：季度平衡（1983.6.30～2002.6.30）

在 1983～2002 年间，技术组中表现最好的评级和表现最差的评级之间的差距（4.7% 和 0.7%）比同期即时组中表现最好的评级和表现最差的评级之间的差距要稍微大一些。就像在即时组中一样，第一组和第五组的变化率是最大的，而且所有的结果受偶然性因素影响的可能性很小（见表 10.3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10.3　摘要统计

	即时组					VL 算法
	1	2	3	4	5	
几何年度收益率	15.41%	13.13%	9.85%	6.48%	0.08%	11.37%
超额收益率	4.05%	1.77%	-1.52%	-4.89%	-11.29%	
年标准差	25.90%	18.67%	16.04%	16.13%	21.63%	17.60%
夏普比率	0.60	0.70	0.61	0.40	0.00	0.65
年阿尔法	2.55%	1.80%	-0.33%	-3.24%	-11.43%	
T（a=0）	0.71	1.16	-0.41	-2.57	-4.76	长期—短期 = 15.34%
β	1.23	1.00	0.89	0.87	1.10	Σ = 19.4%
与基准的相关性	0.83	0.94	0.98	0.95	0.90	T = 3.394
投资组合大于基准的百分比倍数	59.7%	62.5%	40.3%	27.8%	20.8%	L > S 70.8% 的时间
T（% outperf = .5）	1.65	2.12	-1.65	-3.77	-4.95	T（% > .5） = 3.536
T（port. ret = mkt. ret）	1.54	1.25	-1.90	-3.75	-4.43	n = 72
Wilcox RS	1.62	1.92	-2.14	-3.70	-4.73	3.40
超额收益率的 ACF（1）	0.03	-0.28	-0.26	0.03	0.00	0.08
超额收益率的 ACF（2）	-0.18	0.01	0.11	0.01	-0.02	-0.22

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

	技术组					VL 算法
	1	2	3	4	5	
几何年度收益率	16.21%	12.08%	9.51%	6.69%	-0.90%	11.37%
超额收益率	4.84%	0.72%	-1.86%	-4.68%	-12.26%	
年标准差	27.91%	18.45%	15.72%	18.00%	24.16%	17.60%
夏普比率	0.58	0.66	0.60	0.37	-0.04	0.65
年阿尔法	2.88%	1.23%	-0.40%	-3.71%	-12.41%	
T（a=0）	0.72	0.68	-0.43	-2.20	-3.72	长期—短期=17.11%
β	1.30	0.97	0.87	0.95	1.15	Σ=22.6%
与基准的相关性	0.82	0.92	0.97	0.93	0.84	T=3.228
投资组合大于基准的百分比倍数	56.9%	56.9%	38.9%	30.6%	25.0%	L>S 69.4% 的时间
T（% outperf=.5）	1.18	1.18	-1.89	-3.30	-4.24	T（%>.5）=3.3
T（port. ret = mkt. ret）	1.67	0.48	-1.99	-2.73	-3.32	n=72
Wilcox RS	1.40	0.95	-2.26	-3.18	-3.63	3.52
超额收益率的 ACF（1）	0.28	-0.08	-0.16	0.18	-0.04	0.21
超额收益率的 ACF（2）	-0.08	-0.01	0.19	-0.21	0.01	-0.09

资源：价值线公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果把即时组和技术组结合在一起会怎么样呢？会发生什么反应呢，是与化学有关的，与电学有关的，还是有利可图的？

当同时使用即时分析和技术分析进行分类时，收益率看起来可能具有学院派所说的“增量信息”和普通使用者所说的“获得额外收益的好机会”的特征。在每个技术“周期”内，即时组将会进一步分割收益率。

例如，当按照技术 1 来进行分级的时候，即时组 1 和即时组 2 这两个类别的股票平均收益率为每季度 6%，而三个其他即时组的平均收益率为 1%。类似的，在技术组 1 的类别中，技术组 1 和技术组 2 每个周期的收益率为 5.5，而即时组 1 中的其他三个技术组类别大约为 0。

尽管按组和周期区分的价值线等级表现一样好，我们仍可以通过说明它们在第一季度和第四季度的表现要比在第二季度和第三季度的表现好很多来改善它（见表 10.4）。

表 10.4　按季度分类的第一组公司的表现

季度	平均价格上涨	上涨百分比	标准差
1	8	72	13
2	5	64	11
3	3	65	13
4	5	72	12

批评家

自第一次建立以来，周期表已经经历了很多次大大小小的修订，既受到了批评，也得到了完善。我们发现了很多新的元素组，例如惰性气体。按照原子量进行排序的方法已经被按照原子数量进行分类的方法所取代。类似的，价值线分类方法也不是没有问题和反对者，最明显的问题就在于这种分类方法在很多季度中不能发挥作用。投资者根据即时组分类中的第一组的评级结果进行投资活动，一年有 2/3 的季度可以获得收益。在到 2001 年 9 月 30 日为止的连续 4 个季度中，如果按照即时组分类中的第一组来进行操作，那么实际的收益率为 -30%，而如果按照技术组分类中的第一组来进行操作，那么实际的收益率为 -40%。这样的结果可以考验这个评级系统使用者的魄力。

即使是在市场行情较好的情况下，批评家也在不遗余力地否定价值线公司的结果的重要性。“我们的发现显示，价值线公司的结果可能反映价值线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分类和β（例如风险）之间的关系。”这是罗伯特·S·卡普兰和罗曼·L·韦尔在1973年的一份研究中提到的。格尔·休伯曼和施密尔·坎德尔在1990年的研究报告中提到：“基于价值线公司的排名带来的非正常收益率被看做是与这些排名有关的系统性风险的一种弥补。”威廉·A·谢尔登在他1998年写作的《财富销售者》一书中断言：“价值线是一个荒诞的说法。投资者服务并不是不能征服，只是非常有影响而已。这同样说明市场并不像经济学家想让我们相信的那样具有理性。”

我们不屑于考虑我们是否应该挑剔一个几乎每个人都可以按照一种广泛传播的方式使用的服务，以及解释由于这种服务的广泛使用而产生的结果。让读者来决定吧。一个更加令人烦恼的问题是从1987年到2001年间价值线共同基金的表现，在此期间，基金平均每季度的收益率为0.96%，而价值线即时组分类在1983～2001年之间的收益率为4.6%（见图10.3）。

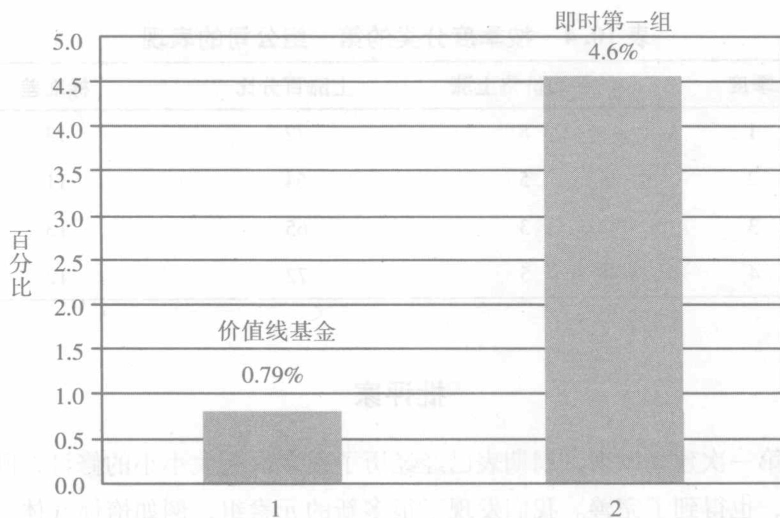


图10.3 价值线基金和即时第一组的业绩对比（1987～2001）

来源：马克·赫尔伯特，经授权使用

“我们的基金收益会永远滞后于第一组股票的收益，”价值线共同基金的经理艾伦·霍夫曼在一次采访中说，“第一组是一个不包括交易费用和股息的理想数字。”此外，他还提到价值线基金的资产在3亿～3.5亿美元之间。第一组的许多股票每天只交易几千股。“你永远不能购买足够的第一组股票，以便于在实质上形成由这些股票组成的一个投资组合。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希尔先生的致富之道

希尔是佛罗里达的一位价值线长期订阅户，我们将把上面这些结果和亨利·希尔的投资结果相比较。从1977年开始，希尔每周都根据第一组的评级结果重新平衡他的投资组合，从未间断。我们在2002年3月与希尔进行了交谈，那时候他已经85岁高龄了。他告诉我们，他的初始投资是"大约8万美元"，而到了2000年，他的投资现值为4 800万美元，即使扣除税和生活开支，也还有2 600万美元。

20世纪30年代，当希尔还是普渡大学的土木工程系学生的时候，他就已经开始研究股票市场。"我的数学教授和我都对证券市场非常感兴趣。我们想确定哪些因素影响市场的价值。我们认定收入的恒定增长是首要的。"1938年毕业之后，他开始在委内瑞拉的石油公司工作，但是他仍然在研究股票市场。在1944年他听说了价值线。"萨姆·艾森斯塔特的方法和我的方法几乎完全一样。但是用人工方法来跟踪20只股票是非常痛苦的事，而他拥有一台计算机。这是我在选股方面最向往的事。"

希尔说他拥有过硬的会计交易记录，三四年前，《货币》杂志为了一篇报道派一位注册会计师去采访希尔，那位注册会计师对此留下了深刻的印象。直到最近，他购买了即时第一组中所有的100只股票，并且每个星期都重新调整他的投资组合。"五六年前，当萨姆·艾森斯塔特检验技术评级分类系统的时候，看起来如果将我们的投资限制在即时评级和技术评级系统的第一组会具有优势。"这种观点使他投资组合中的股票数目下降到了18～46只之间。"这将使我们更容易管理账户。"

1999年，因为希尔患有重病，并且考虑到他的妻子奥莉可能会觉得管理账户非常劳累，希尔兑现了他的股票，购买了带有收益的短期国债。这以后，市场开始了自20世纪70年代以来最严重的下跌。这个账户现在每年可以提供免税收入的金额为100万美元。

因此，希尔先生因为在实际操作中利用了价值线评级的结果而获得了投资成功。

在58年后思维仍然活跃

威尔和阿里尔·杜兰特一生都致力于历史问题的研究，他们在《历史的教训》一书中这样写道：在一项基本的研究工作结束的时候，也就到了要问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题的时候，即这项研究服务于什么目的？你是否了解一些与市场、公司和科学本质有关的内容？

在为价值线连续服务58年之后，萨姆·艾森斯塔特仍然充满活力，并且能够很好地回顾他的记录。2001年，他参加了尼德霍夫举行的一个摇摆舞之夜活动，并且和大多数年轻的出席者都跳了舞——其中包括维克多，维克多仍然认为自己有几分像运动员。2001年10月，艾森斯塔特接受了一次采访，在这次采访中他回顾了他的职业生涯。我们的第一个问题是，为什么他认为即时分类能够起作用，他是否对最近的结果感到失望。

"使用收入盈利动能（earnings momentum）和盈利惊喜（earnings surprise）背后的基本原理是它们坚持的趋势，这个趋势并不能充分反映到股票价格中，"他说，"至少，这是学术研究试图要说明的问题。他们最近表现不佳是'价值'屈服于市场的一种表现。我敢说当市场回复（就像它的一贯表现那样）到成长方向的时候，你会在收入盈利动能和盈利惊喜上看到一种复苏。"

我们问他是否对自己已经获得的成就感到满意。"在某种程度上我很满意，主要是因为我质疑了有关效率的论点。在20世纪60年代末期，华尔街一直在防御来自芝加哥大学的冲击，芝加哥大学的人认为我们现在所做的完全是在浪费时间，但是随后金融界对此没有任何反应。我们有一个记录，虽然在那个时候只是很短的一个，但是它说明我们意识到了一些东西。从那时开始，一些有效市场假说的追随者已经不再那么顽固强硬了，并且我敢说，价值线对此有所贡献。"

价值线最初将重心放在时间序列分析上，但是在1964～1965年之间改变了方法。我们问艾森斯塔特为什么会发生改变。

"我们努力将不同的股票区分开来。时间序列可以将不同年份之间的股票区分开来，从而发现那些低估或者高估的年份。我们的问题是区分股票。为了完成这个目标，我们需要用一个共同的标尺来衡量所有的股票，而不是对每一个公司分别采用不同的标准（这正是由时间序列分析所导致的）。因为我们假设我们不能预测市场，那么对每一个事物都确定一个相对位置，以及迂回进行市场预测是很有意义的。永远都会有相对估价过低或者估价过高的股票——不管当时的市场水平是怎样的。"

接下来我们问了一个很难回答的问题。"如果还有机会重来，您会做哪些不同的事情？"

"在早些年，我们几乎将所有的时间都用来进行时间序列分析。在开始使用多重回归分析的初期，我们希望通过增加因数和年份的个数来得到更好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的最优线——当然这种最优线是由程序产生的。但尽管得到了更好的最优线，我们仍然没有得到我们渴望的结果。我们试图根据每只股票价格变动的历史收益、股息和账面价值等内容来预测这只股票的绝对价格。因为我们是与绝对价格打交道的，当大多数股票被低估或者高估的时候，我们可以利用时间周期来解释，而不需要对每一只股票发表太多的看法。

“我们在这个环境中工作了很多年（直到1965年）。我很难把自己从这个环境中拉出来，因为在这里我知道未来，但是我应该在更早的时候就进行代表性分析，而且把系统改变到相关评级基础上。

“至于未来——从现在开始的50年——我认为股票的选择难度将会大大增加。我们将越来越依赖于精确的收益预测，而我怀疑收益预测在这些年将不会有很大的发展。随着计算机越来越忙碌，而且运用数学和相关学科的专家越来越多地集中到这个领域，我觉得这个问题将越来越难。我们必须跟上新的统计技术和计算机运算能力的发展，以便让这些技术给我们提供帮助。”

他引用一些不朽的原则作为结束：



我已经知道选股不是一个随机的过程。将统计方法运用到选股中可能是很有帮助的，但是想要做得比市场好是非常困难的。我们使用了非常低的资料系数，当总体很大时，这些系数在统计上会变得很明显。系统并不是在市场的所有阶段都表现得同样出色，这就是“价值”方法产生更好结果的时期。尽管如此，这个系统是具有适应能力的，能够适应变化的环境。如果环境经常快速改变，就会给系统造成困难。然而，这个系统已经拥有超过36年的历史，它拥有相当大的平均成功率，并且已经吸引了学术界的注意。

他对于未来投资者的建议是：“不要放弃，也不要自满。我们只是解释了未知领域中很少的一部分。要有好奇心，思维要开放，要接纳不同的意见并坚持下去。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

当他们冲向围墙时，我们跑向出口

2002 年3月的某一天下午，我们和拉里·里特坐在第81街路旁的长凳上面谈话，拉里是棒球高手，因此我们谈话的内容就是棒球运动员。维克多在旁边打网球，我们一边聊一边看维克多能把球沿着百老汇大街击出去多远。我们都清楚，拉里在向我们提出最重要也是我们最需要的建议：如何导入本章的内容？他告诉我们要从介绍贝贝·鲁斯开始，除此之外，再也没有更好的办法了。因为鲁斯典型地表现出棒球运动和证券市场之间存在重要的可预测关系，我们称之为本垒打指标。先看看下面的内容：

- 1927年，也就是股灾发生的前两年，鲁斯打出了60个本垒打的纪录。同样，2000年，即在1998年马克·麦奎尔打破罗杰·马里斯61个本垒打纪录之后的两年，证券市场开始狂跌不止。
- 20世纪30年代，鲁斯的长打率（安打上垒总数/击球次数）降到了500甚至更低，同时，美国经济也陷入严重的衰退。（我们还会再讨论本垒打与证券市场行情变化的关系模式。）

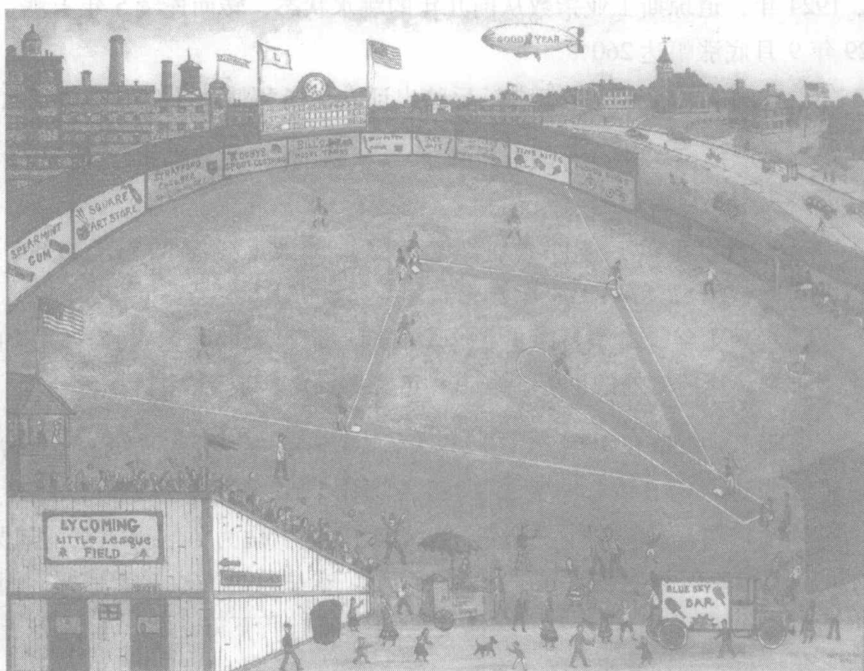


与众所周知的超级碗指标不一样的是，本垒打不仅仅以某一场比赛的结果为依据，而且以证券市场或社会中的长期趋势为依据，而这些趋势最先会在棒球比赛中表现出来。下面的两个例子可以说明这一点：

- 棒球运动的国际化比证券市场的国际化要提早一百多年。美国棒球队在1888年就开始在全世界巡回比赛了，而纽约证券交易所直到1990年才有第一家外国公司上市。
- 棒球运动于1944年实现种族融合，当时的杰克·罗宾逊打破了这个界限。而纽约证券交易所直到1967年才有第一位黑人成员（第一位女性成员在1970年才被接纳）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本章的最后详细列举了棒球运动发展变化的时间表。但是对于投资者来说，真正值得看的是比赛本身，尤其是本垒打。



《投球手与击球手的较量》(米尔顿·邦德，© 1993)

要想解释清楚，我们需要从 20 世纪初的一二十年说起，那段时间是“死球时代”，鲁斯在此前由投球手变为了击球手。球之所以被称为是“死的”，是因为无论运动员使多大的劲儿，都不能把球打到很远的距离之外。这种情况下，为了帮助棒球投手，唾液球（指投手将球一端用唾液弄湿，使球在空中作弧线运动）就被允许使用。投手责任失分率为 3 就是标准。进攻的一方可以轻击棒球，使得棒球在内场手面前缓慢滚动，也可以使用滑垒倒地滑行（通常脚在前上垒以免被碰出局），或者是高飞牺牲打（被外场手接到球后能使跑垒者得分的一种飞球），还有本垒、盗垒。“打球要用脑子，”里特写道，“脑子甚至比体力更重要。”本垒打很少见。从 1901 年到 1918 年，本垒打数从一年 455 个降到了一年 235 个。1908 年，山姆·克劳福德带领队员完成了 7 个本垒打。而棒球场之外，证券市场衰退。在 1918 年，道琼斯工业指数以 82.20 收盘，比它在 1896 年诞生时的 40.94 点高出了一倍多一点。

经历过第一次世界大战那段艰难的日子后，当局取消了唾液球，并在球里放入木塞，让球灵活起来。鲁斯开始脚后跟着地击球。1920 年，他的长打率从原来的 .400 ~ .500 升至 .847。“我挥臂击球的幅度很大，”鲁斯说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"我击球很用力，击不中时力气也很大。"从1918年到1930年，本垒打从一年235个增加到了一年1 565个。赛场之外的世界，商业发展也处在扩张时期。1924年，道琼斯工业指数从前几年的跳水状态，转而连续5年上涨，到1929年9月底涨幅达260%。

随着时间的流逝，本垒打继续反映出证券市场和整个社会的发展变化：

1935～1943年：本垒打的数目减少。高飞牺牲打的打法又开始流行，同时衰退的阴影笼罩着市场。

1943～1952年：本垒打增加，像泰德·威廉斯这样的明星出现。从1948到1965年，道琼斯工业指数从119点升至969点。

1963～1991年：本垒打减少。这一时期一个重要的明星是卢·布罗克。与此相对应，赛场之外的世界，衰退和市场下跌已经成了规律。

道琼斯工业指数在1966年、1969年、1973年～1974年和1977年曾出现显著的衰退，1981年末收盘时为875点，比1965年还要低9%。

1994年的运动员罢赛事件影响了比赛利益，于是为了取得满意的效果，体育界甚至国家机构内都兴起了全面的改革。本垒打再一次开始攀升。而证券市场内，除了1994年因为美联储提高利率而有所下降之外，也处于上涨行情，并超出了平均水平。

表11.1列出了20世纪90年代美国棒球联盟和全国棒球联盟的本垒打总数，以及道琼斯工业指数在每年末的收盘点数。

表11.1 年度本垒打数

年份	棒球本垒打数	道琼斯工业指数
1990	3 317	2 633.66
1991	3 383	3 168.83
1992	3 038	3 301.11
1993	4 030	3 754.09
1994	3 305	3 834.44
1995	4 081	5 117.12
1996	4 962	6 448.27
1997	4 640	7 908.25
1998	5 064	9 181.43
1999	5 528	11 497.12
2000	5 693	10 786.85
2001	5 458	10 021.50
2002	5 059	8 341.63

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面向人群打球

什么原因引起本垒打的循环？为什么从本垒打可以预测市场行情的变化？我们猜测，职业棒球大联盟的所有者是通过调整进攻和防守之间的平衡关系来迎合球迷情绪的。形势不好的时候，他们就让比赛放慢节奏，让击球手努力打出本垒打，这样的话，观众就会感觉很痛快。如果比赛时气氛很热烈，队员的动作就会显得很灵活，从而让本垒打的纪录直线上升。想做到以上变化，可以用无数的方法改变规则，他们可以改变球、球棒和手套，可以改变场地表面状况和尺寸，也可以改变击球区和投球规则。这些都可以在几年的时间里慢慢地改变。而与此同时，证券市场行情也可能慢慢地回升。



我们发现有另外一种因素也在起作用。在 1900 ~ 1918 年、1932 ~ 1946 年、1970 ~ 1977 年间主导科学比赛的做法显示了对细节和对运动员培养的注重，这二者很明显是取得胜利的前提条件。一段时期的细微收获，不管是棒球方面还是证券市场方面，都会激起对本垒打和行情上涨的渴望。在棒球方面，它激起了贝贝·鲁斯在 20 世纪 20 年代、马克·麦奎斯和巴里·庞兹在 20 世纪 90 年代创造了本垒打的高峰。在市场方面，出现了 20 世纪 20 年代的繁荣，战后 20 世纪四五十年代的发展，以及 1982 ~ 2000 年不寻常的牛市时期。棒球方法的每一次改进，都伴随着证券市场行情的上涨。相反，每次棒球本垒打高峰时期结束之后，证券市场行情都会下跌。

20 世纪 90 年代之前，击球手在打出一个本垒打之后，通常会低着头绕着他所站的垒位跑上一圈，为的是不让投球手显得过于尴尬。跑完一圈又回到本垒时，他会脱下帽子向他的球迷们致意。而随着 20 世纪 90 年代末市场牛市的落幕，打出本垒打的击球手放肆地说一些无关紧要的话，慢吞吞地走回到第一垒，接着还摇一摇击球棒，他们的这些举动让一些棒球运动的长期爱好者瞠目。

看起来棒球似乎有能力预测市场行情。但是正如我们考察其他所有重要问题时所做的那样，对这一点也要进行检验。



本垒打数目增加和减少的时期从某种程度上说，随意性很大。（市场行情在持续一年的高位之后，接下来的两年行情是持续走低，还是只是暂时下跌？）从一开始，我们统计了过去 100 年中本垒打数目连续五年居高不下的情况，并考察紧接着的第六年证券市场行情是如何变化的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果本垒打没有连续五年居高不下，那么第六年的市场行情平均会上涨12%；而如果本垒打连续五年居高不下，那么第六年的市场收益率为2%（见图11.1）。

接着我们计算了本垒打在为期五年内的变化与接下来五年股票业绩之间的关系。这二者之间的相关系数是 -0.2，样本容量为20。从统计水平上讲，这个结果发生机会变异的可能性很小。

最后我们计算了一年本垒打数目的变化和接下来一年市场行情变化之间的关系。这二者之间的相关系数是 -0.1。这个结果就是说，本垒打数目在一年内增加10%，接下来的一年市场行情就会下跌1%。

综合起来看，这三组关系让我们坚信，本垒打过多预示着股票业绩的不尽如人意。

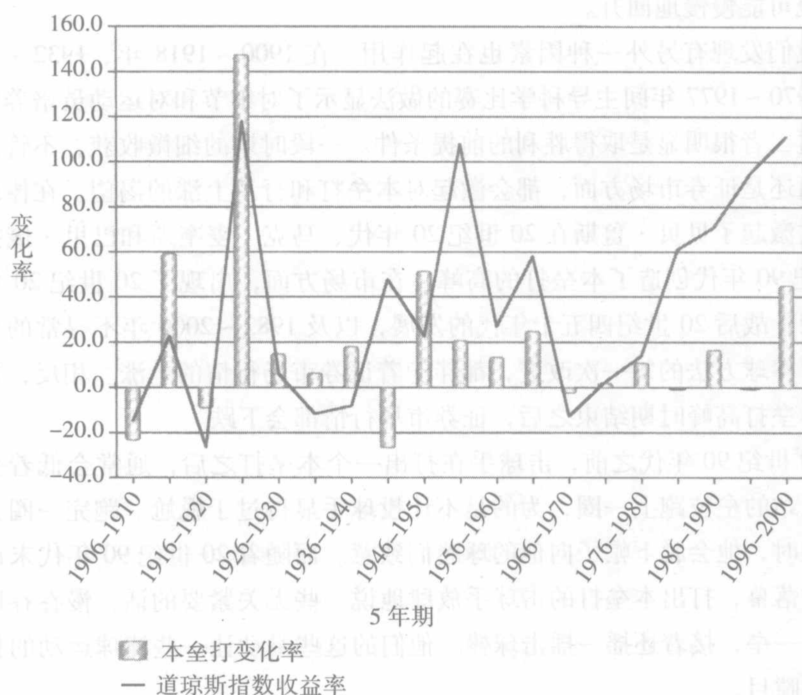


图 11.1　本垒打和道琼斯工业指数

新的世纪，新的比赛

与以前相比，20世纪90年代末有一个重要的方面显得很不同：本垒打的数目一直保持增长，而与此同时，令人惊奇的是，三击未中而被淘汰出局的现象也多了起来。比尔·詹姆斯把这种现象归因于击球棒的手柄太短，球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

棒又是铝合金做的，比赛选手的训练不到位，以及投球手动作不够明显。一方面，有一些人还不知道复利增长率是怎么回事（10%的增长率在20年内按照复利计算法计算就等于增加了8倍），另一方面，日间交易商们的精打细算以及想要立即得到满意结果的要求让我们忘记了为了在市场投资中保持一个合适的基础所需要的艰苦努力。

按照我们一贯的假设，市场行情呈周期性变化。以前可能每年只发生一次的行情的大幅度变化在新世纪的前3年中变得频繁起来。

我们一直倾向于认为，普通人对未来市场行情变化的看法比处在金字塔最顶端的那些凡事都要精益求精的专家和专业人士们更准一些。就像篮球和足球在整个社会中很流行一样，棒球运动在美国人的精神层面拥有一个独特的地位，因为它是一种人人都可参与的运动形式。棒球是唯一一种让身高、体重、奔跑速度和力量都很一般的人也能参与，且能玩得相当不错的运动。美国棒球运动员的平均身高是5英尺10英寸，平均体重是190磅，这是美国成年男子的平均身高和体重。

正如最近球队老板比尔·维克所说的那样：“棒球是仅剩的一种大众化运动。如今，要想打篮球，你得有7英尺6英寸的身高，要想踢足球，也得有这样的个头。”

但这并不是说身材一般的人打棒球的水平很高。棒球运动在根据大多数普通人未来的意志和喜好进行调整。因为市场本身在很多方面也受到普通人日常行为的影响，所以棒球运动既能反映市场和生活的当前状况，也能预测它们在未来的情形。

从19世纪的马克·吐温到21世纪的雅各·巴尔赞，人人都同意棒球反映了美国社会这一说法。“棒球是处在上升、分化阶段且发展兴旺的19世纪社会人们身上那种干劲、进取心和奋斗的外在的、有形的标志性表现。”这是马克·吐温1888年在早期的棒球运动发起人艾伯特·古德威尔·斯伯丁举办的宴会上说的一番话。在一百多年后的2001年，美国职业棒球大联盟有大约7 500万球迷，比任何其他的运动形式都多。

一直以来，棒球运动都反映着美国社会的方方面面，包括希望、悲伤还有缺陷。阿布耐·道布尔戴（Abner Doubleday）于1839年在纽约的库珀斯敦发明了棒球游戏，后来他在盖茨堡战役中成了将军，是一位英雄人物。当时非洲裔的美国人被禁止参加棒球比赛，这个禁忌一直到1944年杰克·罗宾逊代表布鲁克林参加比赛才被打破。1974年经济衰退时发生的一次罢工导致棒球比赛中止。世界职业棒球联赛在2001年“9·11”事件发生，世界贸易大厦遭到恐怖分子袭击时也被推迟举行。但仅仅在6天之后就恢复了，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

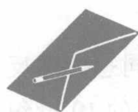
在当时被当做向正常状态迈进的必需的一步。报纸第一次没有用冷嘲热讽的口气报道乔治·W·布什总统和家人一起在戴维营观看大赛的前两场比赛，以及他将待在纽约，要在第三场比赛开始时投第一个球的消息。布什总统的这一掷，让纽约人为总统发出震耳欲聋的欢呼。“总统今天在这儿，意味深长，这说明他是一个真正的人。”58岁的纽约皇后区邮递员阿尔·梅迪茨对《纽约邮报》说。

布什总统上任以来，在公开讲话时句子不符合语法规范，在智商方面也遭到人们的怀疑，因此常常遭到人们的嘲笑。（他从哈佛商学院毕业时，在班内的成绩名列前茅，并获得MBA学位。）人们可以想象一下，在另外任何一种情景下，布什的这一掷会显得多么荒唐可笑。

美国历史上还有两位出席世界职业棒球系列赛的总统，1980年的罗纳德·里根总统和1920年卡尔文·柯立芝总统。当时，这两位总统出席比赛时都刚好是证券市场牛市刚刚开始的时间。

棒球比赛不受时间限制是由它自身的特点决定的。棒球运动是在美国人大批地从农庄涌向城市寻找工作机会的日子兴起的。棒球比赛按照其自身的需要进行。进行时间最短的比赛是1919年9月28日，纽约巨人队以6:1胜费城人队，只用了51分钟。进行时间最长的比赛，是1984年5月9日芝加哥白袜队对密尔沃基队，打了25局，持续了8小时6分钟。网球比赛也经常会有这样的情况出现，比赛时间的长短对比赛的激烈程度没有影响。

美国人乐于对棒球比赛的每个细节做统计，这点让我们很惊奇，也很佩服。当一个球员打出全垒打时，在他跑过三垒之前，球迷可以等着看一个回放、总结、统计，反正就是这类的东西，看曾经有多少次相似的击球出现过，还可以按照局数、得分、投手或击球员的类型（左/右投，左/右打）、主客场之类的条件分类。要是所有从事市场投资的人们在挑选分析师的技巧时，能做到棒球分析的1‰，那么市场会是一个更有利可图的地方。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11.2 棒球和金融市场大事表（1792～2001）

棒球	日期	市场
	1792	5 只股票上市交易
	1829	上市股票达 380 000 只
	19 世纪 30 年代	铁路股票交易占主导地位
	1836	街头交易被禁止
首次出现正式比赛规则	1845	
两个俱乐部首次进行正式比赛	1846	
	1853	要求上市公司提供完整财务报表的规则出现
出现第一支联队	1857	
首次收取门票（50 美分）	1858	
第一次出现赌球丑闻	1865	纽约证券交易所（纽交所）首次拥有交易大楼
第一支职业球队成立（薪金 1 400 美元）	1869	所有上市交易的股票都必须登记
棒球运动员组成的全国协会成立	1871	专家经纪人出现
首个全国联盟本垒打出现	1876	
职业大联盟首次发生丑闻	1878	交易场内第一次出现电话
球员联合会首次成立	1886	交易量突破 100 万股
	1896	《华尔街日报》第一次引入道琼斯指数
现代意义上的世界职业联赛首次举行	1903	纽交所迁到目前的位置
	1907	华尔街出现恐慌
	1913	联邦储备体系创立
球迷达到 100 万	1920	道琼斯指数年末以 71.95 收盘
弹性好的球被引入，贝贝·鲁斯在一个赛季里打出了 54 个本垒打，成为第一个拿到 5 万美元的运动员	1923	
贝贝·鲁斯打出了 60 个本垒打	1927	
本垒打第一次达到 500 个	1929	股灾发生
	1932	道琼斯指数跌到最低点
全明星赛第一次举行	1933	《1933 年证券法》出台

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

棒球	日期	市场
	1934	证券交易委员会成立
第一次举行晚间比赛	1936	纽交所主席惠特尼因贪污被监禁
名人堂第一次通过选举产生	1936	
比赛第一次通过电视转播	1939	
	1942	纽交所的席位价格创历史最低
球员的薪金首次达到 10 万美元，杰克・罗宾逊成为第一位黑人棒球职业联赛队员	1947	
	1953	日交易量首次达到 100 万股 纽交所会员公司成立
世界职业联赛的第一次完美比赛	1956	
	1957	标准普尔指数第一次以小时为单位进行更新
罗杰・马里斯成为第一个在单个赛季打出 61 个本垒打的运动员	1961	
第一个圆顶体育场落成，名叫阿斯特罗特夫（Astroturf）	1965	
	1967	第一次接受女性会员
首次规定投球手前面的挡板不能高于 10 英寸 好球区被确认为是从腋窝到膝盖之间的部位	1969	
	1970	第一次接受黑人会员
	1971	纳斯达克交易所成立
运动员第一次罢工	1972	道指以高于 1 000 的点数收盘 芝加哥期权交易所成立
第一次有运动员打出 715 个本垒打	1974	第一次延长交易时间
球迷突破 300 万	1978	
	1982	交易量达到 1 亿股
	1987	道指的日下跌幅度创下最高纪录
	1988	引入"断路机制"
球迷突破 400 万	1991	引入盘后交易 道指涨至 3 000 点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

棒球	日期	市场
非美国球队第一次获得世界职业联赛的冠军	1992	最高日平均交易量达到2亿股
运动员罢工，世界职业联赛取消	1994	兴起通过互联网进行交易
	1995	新股公开发行活动第一次通过互联网进行
	1996	纽交所的日交易量突破10亿股
马克·麦奎尔第一次在一个赛季中打出70个本垒打	1998	
	1999	道指以高于10 000的点数收盘
	2000	全球瞩目的指数，道琼斯指数在这一年中经历了有史以来最大幅度的上涨和下跌
巴里·庞兹第一次在一个赛季中打出73个本垒打	2001	纽交所的交易量突破20亿美元 十进制取代八进制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章
繁荣还是崩溃

很清楚，土地投机是工业衰退的真正原因。工业发展的每个阶段，土地的价格都是稳步上升的，投机活动将土地价格推至最高点。这不可避免地导致生产停滞不前，而且会影响社会的有效需求，接着经济就要经历一段相对来说比较萧条的时期，在这一时期内新的均衡会再次慢慢地恢复。

——亨利·乔治，《进步与贫困》

房地产是固定的、不能移动的，看起来可能是代替变化无常的证券市场的理想投资方式。然而房地产的价格也完全受到价格剧烈波动的影响。房地产投资信托（Real Estate Investment Trusts，简称 REIT）是小投资者进行大型投资的主要方式，但是作为一项长期投资，其收益水平却比不上股票。当然，一个价值 1 700 万兆美元的市场，包括办公楼、各种居民住宅、农场、仓库、工业房地产和医院，给人们提供了无数获利的机会。我们不可能具体地说出拥有一处房地产所带来的好处到底值多少钱。然而投资者很可能会发现，最大的利润来自于研究与房地产投资和商业周期变化相联系的投资模式。

我们首先从总体上来说一说房地产。作为财富的源泉、商业生产的一个要素以及一种消费品，房地产是各类资产中所占比例最大的。美联储的统计显示，美国商业财产的价值是 500 万兆美元，住宅财产价值是 1 200 万兆美元，而美国股票市场价值是 1 100 万兆美元，公司债券价值是 500 万兆美元。美国大约有 5 000 万人拥有房地产，但这还不能说明问题。因为在每个公司的资产负债表中，房地产的价值都占其资产的 20% 以上，所以任何持有股票的人都对房地产有兴趣。美国人的一大部分财产是房地产，可能比他们意识到的还要多。房地产吸收了人们消费中很可观的一部分钱——大约是典型的商业运营支出的 10% ~20%，占一个典型家庭收入的 1/3。在所有生产和消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费决策中，房地产都是一个要考虑的因素。

房地产的影响无处不在。就像地壳摇动会引起地震、火山爆发和大陆漂移一样，房地产价格的变化会影响到在它之上的所有事情，会影响商业活动，会影响个人财富和证券市场。在1972～1974年、1989～1990年、1998～1999年期间，房地产价格大跌，财富也随之得而复失。

有几个理论试图解释房地产周期发生的原因。大卫·李嘉图和亨利·乔治在19世纪观察到租金和土地价格在经济形势好的时候会上升，会吸收繁荣带来的一部分利润。价格的上升会加剧，因为在快要达到最高价位的时候，投机客就会介入进来。最终，经济在重压之下蹒跚前行，人们无力支付租金和抵押贷款，土地价格也下跌。但是希望是永存的，房地产最终会下降到能够吸引企业做出商业计划。

回顾一下历史，英国南海公司和法国密西西比公司在房地产投机活动上的失败引发了大规模的金融恐慌。18世纪最伟大的投机商吉亚科莫·卡萨诺瓦（Giacomo Casanova）在自传中描述了他是如何从投机活动中为他和他的情人谋利的。在当代，谁能忘记20世纪80年代的日本，当时在东京的天皇宫殿周围几英亩之内的房地产价格比加利福尼亚所有的房地产价格都要高？20世纪90年代，科技企业的繁荣让硅谷的租金和房地产价格上涨了几倍？在这两种情况下，和其他许多情况一样，灾难都尾随而至。

经济学专家指出，许多关于房地产周期的解释中“贪婪的开发商”和“装模作样的借款人”扮演了重要的角色。这是因为只要经济形势好，银行就愿意对外提供贷款。同时，只要能够周转，开发商也愿意借钱用于房地产开发。结果就会造成供给过剩，导致价格下降。

我们两个人都有亲身经历，感受过房地产周期变化的力量是如何把我们的生活搞得天翻地覆的。维克多在股票市场上受挫以后，他们一家人曾经想通过买入20世纪30年代无抵押赎回权的房地产来挽回。当投资失败以后，在维克多一家人中，“投机”就成了一个很不吉利的词，这种情形一直持续到20世纪50年代，那时，维克多小心谨慎地在美国证券交易所买入采矿业的股票。大约在40年之后，中国台湾由于房地产开发过度引发的金融危机迫使维克多关闭他的对冲基金，并将房地产做了抵押。诺贝尔奖获得者约瑟夫·斯蒂格利茨在2000年6月的采访中被问及东南亚金融危机的原因时，触及了问题的关键：“最大的问题在于将资金错误地用于房地产投机活动和高风险的融资活动，尤其是从国际市场上借入的短期债务。”

劳雷尔的父亲约翰·肯纳是一个抵押银行家，他的眼光很敏锐。但是在1972～1974年间REIT崩溃的时候，他拒绝放弃他认为估值过高的商业财产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而失去了生计。不幸的是，他的大部分财产都被套在了公司的 REIT 上面。

REIT

REIT 起源于 1880 年，当时是一种可以享受税收优惠的工具。在这些年中，与其相关的税收优惠措施的废立反反复复，在目前的法律规定下，从 REIT 中获得的收益的 90% 用于分配的话，就可以享受免税的优惠。设立 REIT 的根本原因，在于给予小投资者投资于办公楼、仓库、医院、购物中心、公寓住宅以及其他大额投资项目的机会。从这一点来说，REIT 有些类似于股票共同基金，投资者买入后者就等于持有很多股票，而根据投资者原本的资金实力，是无法一次买入这么多股票的。

除了税收优惠之外，REIT 的流动性也比直接投资于房地产要好，因为投资者可以轻易地卖掉他持有的股份。REIT 的收益一般为 6% ~ 8%。REIT 和房地产共同基金在 2000 ~ 2002 年激增，因为当时纳斯达克市场（主要由不分红的成长型股票组成）损失了 3/4 的市值，而投资者想要的是安全派发红利的股票。到了 2002 年中期大约有 300 家 REIT，其中 190 家是公开进行交易的，总市值从 1992 年的 130 亿美元增加至 3 000 亿美元。另外，大约有 130 家美国开放式共同基金都开始经营房地产，有的持有 REIT 的股票，有的经营房地产公司，或者二者兼而有之。其中最大规模的由科恩－斯迪基金公司（Cohen&Steers）、富达和先锋经营（见表 12.1）。

表 12.1　晨星评级

基金	净资产（10 亿美元）	晨星评级
科恩－斯迪	1.38	★★★★★
先锋	1.33	★★★★
富达	1.26	★★★

与所有不断发展变化的领域一样，REIT 也不断经历着创新和混乱。在 20 世纪 90 年代末，现有财产都转向了庞大的 REIT，但是事实证明，这些方式不太受欢迎，因为投资者不清楚投资于其中到底能够得到多少收益。在新千年到来的时候，有些公司投资于各类 REIT 共同基金，有些人担心这是发展过火的征兆。

REIT 的倡导人抓住这一时机，充分利用 REIT 的发展势头从中获利。一个又一个研究报告向公众展示 REIT 是进行多样化投资的一个理想选择。这些报告宣称，房地产业已经形成良性的资金循环，不会再出现大规模的产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要变现的情形，也已经不再受20世纪七八十年代的繁荣和衰退的周期变化的影响。那个时期存在的负债水平过高、透明度过低，以及管理当局之间过多的利益冲突等问题都已经得到了解决。正如本章将要讨论的，房地产发展周期已经存在几个世纪了，不可能突然永久地消失。

想要客观地评价REIT过去的业绩不是一件容易的事情，因为很难找到



有关房地产和REIT的合适的资料数据。许多有关房地产价格的数据都是评估价格，使用评估价格可以减少收益的波动，但同时也导致了一些假象。困难在于，同一类房地产的交易相对来说不是很频繁，其价格也随着类型和地段的不同而变化。

幸存者偏差在前面已经讨论过了，它与数据问题同时存在。公布并保全的数据一般反映的都是逃过了破产危机或者经营状况大起大落的影响的公司。美国国家房地产投资信托协会掌握有自1970年到目前的房地产收益和评估价值的资料，这些资料由一些特定的机构保存。但是很明显，只有连续向该协会提供数据的公司才被包括在其数据库中。

由美国信诺投资管理的韩军（Jun Han）和富达房地产投资的总经理梁友国（Youguo Liang）共同进行的一次全面而详尽的研究中，包括了在1970~1993年间被划归为REIT的所有公开经营的公司的相关数据。他们得出结论说，美国国家房地产投资信托协会数据中存在的幸存者偏差和他们自己的数据中存在的幸存者偏差相比，每年相差2%~3%。

经纪公司的报告不能帮助投资者对REIT进行评价，评价时要从以下三个关键指标入手：

1. 营运基金的价格
2. 股息收益率
3. 净资产价值的贴现值

这些指标被分析师结合起来进行分析，第一个指标在熊市时很管用，后两个在牛市时很管用。这些指标会被拿来和预期的增长率相比较，如果比较结果令人满意，那么就会引来如下的评论，这是2002年初一家有名的经纪公司发表的评论：

我们预测收入增长将会是5%，而且如果居住率进一步上升，利率进一步下降的话，收入增长速度还会再加快。我们相信，REIT的机构和个人投资者将会进一步增加。

REIT分析师喜欢拿来进行分析的第四个指标是REIT与债券的收益之间的差额。在市场行情变幻不定的时候，例如1998年信用危机时和“9·11”事件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后的一段时期，这二者之间的差额就会加大。反常的高差额预示着 REIT 未来的收益会比较好。这个窍门是区别高差额现象存在的原因到底是因为房地产价值被低估，还是因为将不断增长的风险也适当考虑在内的结果。

REIT 与股票的比较

看看几个世纪以来房地产业经历的兴衰，看看从公寓到农场再到仓库这些不同行业之间的繁荣程度的巨大差异，再看看地区性周期变化的反复无常，还有在收集以企业破产、建筑物倒塌为特征的行业的准确价格资料时遭遇的困难，和普通股票相比，我们还能对持有 REIT 的长期收益发表什么看法呢?

我们的研究表明，直到目前，股票和 REIT 的收益之间有很明显的关联性。以一年为时间单位进行核算的话，其相关程度为 50%。在 20 世纪 90 年代，这二者之间的关系被打乱。1997 ~1999 年间 S&P 500 指数翻了一番的时候，REIT 下跌了。但是在 2000 ~2001 年 S&P 500 指数下跌了 22% 的时候，REIT 却获得了 43% 的收益率（见表 12.2）。

表 12.2　REIT 与 S&P 500 指数的对比

年份	摩根士丹利 REIT 指数变化率(%)	S&P 500 变化率(%)	分散度(百分点)
2001	12.83	-13.04	25.87
2000	26.81	-10.14	36.95
1999	-4.55	19.53	24.08
1998	-16.90	26.67	43.57
1997	18.58	31.01	12.43
1996	35.89	20.26	15.63
1995	12.90	34.11	21.21

来源：彭博公司

这让 REIT 行业大肆宣扬说这两类资产的相关性正在减弱，其隐含的意思就是机构投资组合经理必须买入 REIT 才能很好地平衡风险和收益，这是数十年来 REIT 行业一直想要实现的目标。REIT 业内主持的研究都试图证明既有 REIT 又有股票的投资组合的收益率要比只买入股票的投资组合的收益率高。2001 年 5 月 29 日，美国国家房地产投资信托协会发布了一份研究报告，报告指出 REIT 通过提高收益和降低风险，为投资组合的多样化提供了一个巨大的源泉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



令人遗憾的是，对上述现象进行的所有研究都表明，如果说这些多样化的投资组合能够增加投资者收益的话，其增加幅度也是很小的。罗纳德·凯瑟是一家房地产咨询公司的委托人，他对这一问题进行了考察。他引用了9种不同的理论和行业资料，将房地产从1919～1997年间的收益状况进行了统计分析。他得出结论说，在这些年中，房地产收益与美国国内股票的收益差不多，按照复利计算法，每年收益率都在10%～11%之间。这也是情理之中的事情，因为这两类资产都是股权投资类。S&P 500和REIT的收益都超出了通货膨胀率和公司债券、国债的收益率以及房地产方面的其他直接非杠杆投资的收益率。凯瑟在报告中说，从流动性方面看，股票当然比房地产投资要强得多，但是房地产的不确定性要比股票小得多。然而凯瑟自己的数据也显示，按照复利计算法，股票每年的收益率也比房地产大约高了1个百分点，这和威廉·B·布鲁格曼与杰弗里·D·费希尔在《房地产金融投资》一书中得出的结论是一致的。

布鲁格曼和费希尔对1985～2000年间的REIT和其他形式的投资方式（包括S&P 500）每季度的收益率进行了对比分析，他们发现S&P 500的每季度几何收益率是4%，而REIT每季度的几何收益率是2.6%。看起来1.4个百分点的差距是微乎其微的。但是在15年中，100美元如果按照4%进行复利计算的话，最终是189美元，而按照2.6%进行复利计算的话，最终是151美元。经过比较发现，机构持有房地产的收益率为1.73%，持有公司债券的收益率为2.24%，而持有短期国债的收益率为1.4%。而同期消费者价格指数每季度上升0.79%。（几何平均收益率是用来衡量在一定时期内，投资者将1美元投资于某种投资方式时所获得的复合收益率，投资组合经理使用这一比率来评价某一投资方式的业绩，而不用算术平均收益率，它只是简单的平均值。）

因为布鲁格曼和费希尔使用的是美国国家房地产投资信托协会的数据，而我们前面已经说过，该数据存在幸存者偏差问题，所以他们的结论存在向上偏差的问题。看看股票的收益率比REIT高得多的事实，我们就能看出来，通过将REIT与股票相结合进行多样化投资来提高投资收益的潜力并不那么乐观。另外，一份详细的研究表明，REIT每季度的收益率在60%的程度上取决于S&P 500指数的收益率。尽管如此，布鲁格曼和费希尔在研究中大胆地使用了算数平均收益率来代替几何平均收益率进行分析，得出的结果是将REIT和股票结合起来进行多样化投资的方式能为投资者收益的提高带来些许好处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传动链：房地产、商业周期和股票

尽管投资于 REIT 并不能显著地增加收益，但投资者还是能从对它的研究中受益，因为这可以帮助投资者理解把握股票市场的周期性变化。根据一个广受尊崇的理论（该理论在 19 世纪由亨利·乔治和大卫·李嘉图提出）商业周期主要是由房地产价值的波动引起的。

乔治和李嘉图首先观察到，经济形势好的时候，租金和土地价格都会上涨，最终，经济发展带来的额外好处都被房地产所有者以租金的形式吸收掉了。而经济的发展速度远远不能满足企业支付租金和偿还抵押贷款的要求，从而不利于经济的发展，它们之间的矛盾发展到一定程度，企业的资金周转就会出现困难，于是在银行急于收回贷款的时候，问题就出现了。接着，土地价格就开始下降，因为在现行的价格水平下，没有人租得起，而且由于租金和地价太高，用于其他方面的投资就少，经济的总体形势就会恶化。而就在这个不恰当的时间，很多新的房地产被推向市场，开发商们在经济形势好的时候，基于经济繁荣会一直持续的假设，破土动工建造了这些房地产，现在工程完工了，但是没有人愿意买了。

结果租金和土地价格进一步下滑。在许多其他的领域，类似的情形也在发生，随便说两个出来，像风险资本和农业。在房地产周期变化中，价格最终会降到一个足够低的程度，即能让企业使用这些房地产再次开始经营盈利的水平。企业业务的扩展反过来又会推高房地产价格，上述的周期会再次重复。

乔治和李嘉图描述的这个周期看上去在不同的历史时期和不同的国家重复了又重复。这个简化了的模型是很基本的，看上去一目了然，让人觉得把它提出来是很容易的事情。

第一个系统地研究房地产周期问题的人是霍默·霍伊特（Homer Hoyt），在《芝加哥房地产百年：芝加哥发展与房地产价值增长之间的关系（1830 ~ 1933）》一书中，他运用丰富的材料对芝加哥房地产价格总量的剧烈波动做了说明（见图 12.1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

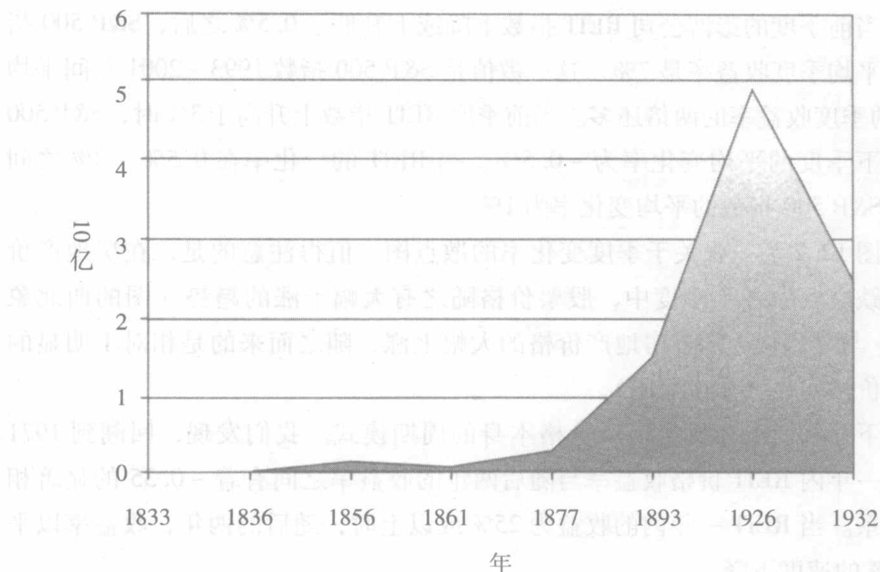


图 12.1　芝加哥房地产价值的波峰和波谷（1833～1932）

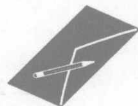
来源：弗雷德·E·弗尔德瓦，《房地产和商业周期：亨利·乔治的交易周期理论》

我们在这里提到的各方进行的全面又有见地的研究都证实了经济学家关于房地产周期的假设。



例如凯瑟在研究过程中发现了房地产投资的很多兴衰周期，像 19 世纪早期、19 世纪 70 年代、20 世纪 20 年代以及 20 世纪 80 年代末都是房地产发展的繁荣时期。在每一次周期变化中，租金的快速上涨通常伴随着反常的总体价格膨胀，接下来就是商业活动的衰退和股票价格的下跌。当下跌趋势开始的时候，公司清算、赎回权的取消和办公楼空置突然间就发生了。尽管凯瑟的研究是关于房地产投资的，但同时包含了房地产板块的基本推动力以及它们之间在效果和时间选择上的相似之处。

传统的说法认为，股票上的收益推动了房地产价格的上涨，这是因为人们有更多的钱来进行投资。但事实并不总是这样。用一个 REIT 价格指数来代表房地产价格，我们就会发现从 1993 年到 2001 年间，REIT 价格引导了股票市场价格。当前季度内 REIT 价格的变化率与下个季度 S&P 500 变化率之间的相关系数为 -0.5 时，已经相当大了。正如第八章所分析的那样，我们检验有效性的一般方程式是相关系数乘以观测样本数量之积要大于 10。使用这个方程，36 个季度乘以相关系数 0.5 所得 18 是有效的。然而，当前季度股票价格变化率与下季度 REIT 价格变化率之间的相关系数几乎为零。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当前季度的彭博公司 REIT 指数下降或上升低于 0.5% 之后，S&P 500 指数的平均季度收益率是 7%。这一数值是 S&P 500 指数 1993～2001 年间平均 3% 的季度收益率的两倍还多。当前季度 REIT 指数上升高于 3% 时，S&P 500 指数下季度的平均变化率为 -0.5%。当 REIT 的变化率在 0.5%～3% 之间时，S&P 500 指数的平均变化率为 1%。

图 12.2 为一张关于季度变化率的散点图。值得注意的是，在房地产价格下跌之后的各个季度中，股票价格随之有大幅上涨的趋势（图的西北象限）。与之相似，随着房地产价格的大幅上涨，随之而来的是相对不明显的股票价格变化（东南象限）。

下面我们来寻找房地产价格本身的周期模式。我们发现，回溯到 1971 年，一年内 REIT 价格收益率与随后两年的收益率之间有着 -0.35 的显著相关关系。当 REIT 一年内的收益为 25% 或以上时，随后的两年，收益率以平均 8% 的速度下降。

1971～2001 年间，REIT 价格下降了 8 次，并且其收益率在随后的两年里平均为 24%（见表 12.3）。这一结果显示，总的收益包括股利再投资和资产增值。

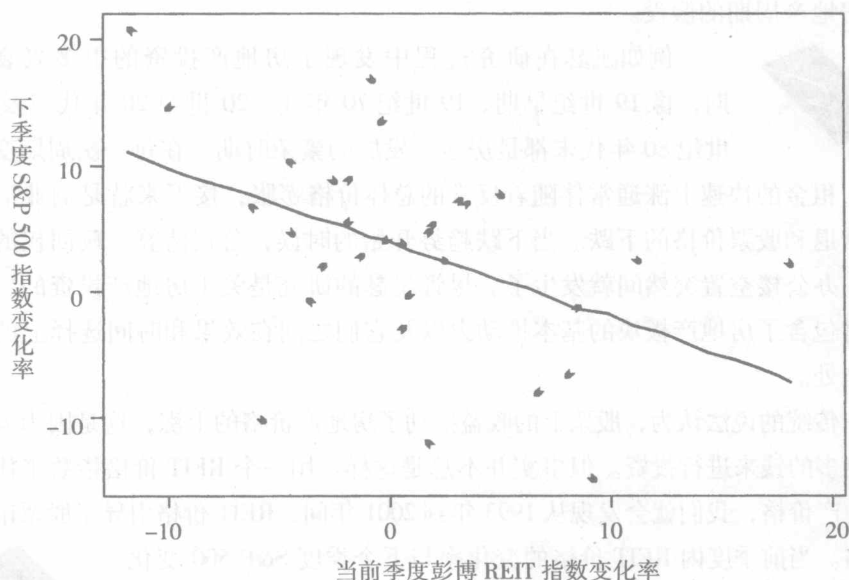


图 12.2　房地产对股票的影响：REIT 的表现与下季度 S&P 500 指数的对比

来源：尼德霍夫投资公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.3 经济衰退两年后 REIT 的年收益率

时期	REIT 收益率（%）	时期	REIT 收益率（%）	衰退两年后的 REIT 收益率（%）
2001.12	16.0			
2000.12	26.0			
1999.12	-6.0	2001.12	16.0	16.0
1998.12	-19.0	2000.12	26.0	26.0
1997.12	19.0	1999.12	-6.0	
1996.12	36.0	1998.12	-19.0	
1995.12	18.0	1997.12	19.0	
1994.12	1.0	1996.12	36.0	
1993.12	19.0	1995.12	18.0	
1992.12	12.0	1994.12	1.0	
1991.12	36.0	1993.12	19.0	
1990.12	-17.0	1992.12	12.0	12.0
1989.12	-2.0	1991.12	36.0	36.0
1988.12	11.0	1990.12	-17.0	
1987.12	-11.0	1989.12	-2.0	-2.0
1986.12	19.0	1988.12	11.0	
1985.12	6.0	1987.12	-11.0	
1984.12	15.0	1986.12	19.0	
1983.12	25.0	1985.12	6.0	
1982.12	32.0	1984.12	15.0	
1981.12	9.0	1983.12	25.0	
1980.12	28.0	1982.12	32.0	
1979.12	31.0	1981.12	9.0	
1978.12	-2.0	1980.12	28.0	28.0
1977.12	19.0	1979.12	31.0	
1976.12	49.0	1978.12	-2.0	
1975.12	36.0	1977.12	19.0	
1974.12	-42.0	1976.12	49.0	49.0
1973.12	-27.0	1975.12	36.0	36.0
1972.12	11.0	1974.12	-42.0	
1971.12		1973.12	-27.0	
		1972.12	11.0	
		1971.12		

来源：尼德霍夫投资公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的检验

2002年2月，我们将这些发现应用到市场中。2000～2002年间，REIT领先的大约65个百分点的差距成为历史最高纪录。不仅仅房地产价格水平居高不下，就连整个商业环境都十分恶劣。2001年9月11日，世贸中心的毁灭更加剧了从3月以来就开始的经济衰退。

2002年，REIT的红利每年平均为7%。这一红利水平与股票1.5%和短期国债2%的红利水平相比，明显高出。REIT的鼓吹者们将红利作为该行业最重要的正面标准。然而，1987年就已经有了这样的论点，当时REIT的表现比S&P 500指数低将近50%。这对我们似乎是很明晰的：高杠杆REIT在弱势房地产市场中终将不能保持它们当前的分红政策。总之，2001年房地产空置率以创纪录的最高比率增长，并被广泛地认为将达到一个自20世纪80年代后期以来所无法预期的高度——这一水平伴随着REIT基金的低迷表现、破产和相关的银行倒闭。2001年底，美国房地产空置率达到13.1%，自2000年第三季度以来上升了6.2%。

空置房地产的增加是一个关键的负面信号。普华永道会计师事务所的一份权威性研究报告指出，房地产空置率的上升是价格下降的最准确的信号。这份研究是以美国各大城市20年来的地区统计数据为基础进行分类的（例如，办公室、公寓、工业用房、居住用房、旅馆、仓库）。大量学术研究都支持普华永道会计师事务所的这个结论。

我们看到大量其他的信号预示REIT正走向衰退：

- **模糊性会计**。一份来自绿色街道顾问公司（房地产研究领域最专业和最严谨的公司）的报告发现，有证据表明，2001年大多数投资者对REIT的运作比2000年减少了，但是一些REIT基金的财务报表中不包括那些营业外支出和销账，使账面上看起来比实际要好。我们担心一些REIT，尤其是那些高杠杆REIT，在较弱的房地产市场上不能保持它们的红利分配。
- **畅销书**。去一趟巴诺书店，你就会发现房地产已经成为金融出版业的新兴领域。《房地产投资》、《富爸爸，穷爸爸》和《美国拉瑟协会的房地产投资》（*J. K. Lasser's Real Estate Investing*）销量尤其好。由于在写作和出版之间的长时间间隔，这些本应盈利的书往往会滞销。我们回想起预期道琼斯指数达到40 000和日间交易的书在新千年来临之际激增，而这恰恰是在股市崩溃之前。
- **S&P 500成员**。标准普尔的裁决者在试图游说房地产业后，于2001年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底和2002年初将3个REIT加入了S&P 500指数之中，包括写字楼房地产信托基金（Equity Office Properties）、房地产投资信托公司（Equity Residential Properties）和梅溪木材公司（Plum Creek Timber Company）。然而，正如我们的学者和CNBC《金钱》栏目的编辑乔恩·马克曼所揭示的那样，那些从指数中退出的股票比那些加入进去的股票表现要出色。

2002年1月31日，《华尔街日报》的文章指出，2001年创造了办公楼空置率的最大幅度上涨。无论以什么原因与REIT产业联系紧密、备受尊敬的公司都开始降低对房地产的预期。美林公司在12月19日的调查评论中称，它经历了景气缓滞阶段温和的价格上涨。

REIT倡导者的愤怒

尽管有这些预警信号，REIT股依然一直被看好。2月底，彭博REIT指数依然比年初高出17%。从全面考虑，这似乎对我们来说正是预言REIT价格下降的时候。然而，当我们于2002年2月和3月在CNBC《金钱》栏目上将我们的发现做成一系列专栏的时候，我们受到了前所未有的诽谤。来自REIT业的信件大量出现在我们和老板的面前。下面是我们收到的一些邮件：

维克多，维克多，维克多……当我读到你和劳雷尔写的关于REIT的文章时，我十分厌恶……你的文章就是垃圾！（巴里·维诺卡，《房地产股票观察》杂志的主编）

你们有关REIT的文章是过去8年中最差劲的研究和作品……不仅我一个人有这种看法。今天早上我与10位客户进行了谈话，他们都对你们这篇文章产生了怀疑。（路易斯·W·泰勒，德意志银行亚历山大·布朗投资公司高级房地产分析师）

泰勒先生同时提到了这一产业对我们的文章的反应，指出了我们“难以置信的骄傲自大、不专业和怯懦”，我们和我们的编辑都是这个领域的耻辱。

这些是我们从专家那里收到的比较典型的一些批评。我们还从读者那里收到了更加严厉的批评，例如：

正是你们这样的人制造了恐慌，使人们开始卖出。我希望你们差劲的判断只说给那些聋子听。

我们的资格证书接受了详细的检查——因为劳雷尔曾经是航空记者，维

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克多是壁球运动员而受到嘲笑。我们只想加一句：劳雷尔 1989～1994 年所报道的公司绝大部分都以已经廉价出售，而维克多玩的硬式壁球也已经消失10 年了。

过早乐观

针对我们的谩骂从四面八方扑面而来。正如那些一直研究这个课题的经济学家所得出的结论，当开发商和银行对商业环境扩张深信不疑的时候，最有可能发生经济收缩。房地产决策进入市场发挥作用要经过很长时间，当其开始发挥作用的时候，市场环境将要发生巨大变化。同样，当投资者对房地产证券感到乐观的时候，市场环境就接近最高点了。对这些剧变的错误心理偏好叫做“近因效应”。除了那些逐渐在我们记忆中消失的变动，我们对最新发生的价格水平和变化记忆犹新。与决策相关的一个问题正是人类倾向于随大流，而这时最好就是特立独行。

即使那些赞同我们观点的人也有理由来批评我们。罗恩·凯瑟检查了我们的工作，并指出我们忽视的地方是“看跌行情最令人信服的唯一原因是REIT 通常在低于净资产值 20% 的水平上进行交易，但它们目前正接近净资产值的 100%”。

更加典型的是威廉·惠顿所持的反对意见，威廉·惠顿是惠顿房地产咨询公司的主要负责人，这个公司是办公楼空置统计资料的最好来源，最早可追溯到 1967 年。在 2002 年 2 月的观察中，他告诉我们，他相信房地产市场“真正健康”。他预言该年年中经济复苏的刺激将会给房地产市场带来好转。

但是办公楼空置率在第三季度依旧攀升。2002 年 9 月 19 日，惠顿公司预言，直到 2003 年年中需求量都不会反弹。

对绿街咨询公司的共同创始人乔恩·福希姆的许多研究成果我们都大加赞扬，但他的观点和我们也有许多分歧。福希姆指出，当 REIT 在经历了两年的好形势后，接下来两年的表现将会变坏，并且在过去 5 年和 10 年中，REIT 与 S&P 500 的表现一样好。他强调，尽管他的公司确实在会计账目上做过手脚，但在房地产这个领域，REIT 的表现不会比任何一家公司差。他与我们之间最重要的争执影响着成千上万投资者的集体观点，他们每天买卖房地产，从而将他们的资产置于风险之中……我们对他们关于 REIT 如何定价的观点高度信任。显然福希姆对我们关于 REIT 将导致经济急剧收缩的结论没有很高的热情，因为他的客户包括主要的共同基金公司、机构投资者和REIT 本身。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们回想起一个匈牙利的古老谚语，粗略翻译过来，意思是“他越说自己诚实，我越要当心”。似乎在行业分析师面对消极统计信息时也出现了这种情况。

基础性转变

巧合的是，在没有引用我们的观点的情况下，《华尔街日报》在2002年2月25日星期一发表了一篇名为《商业性房地产可能导致经济衰退》的文章。它列举了一些负面证据，淹没了我们的言论，但是除了绿街咨询公司之外再没有人支持这些负面的证据。“这个行业还没有触底，”绿街的分析师约翰·吕齐休斯说，“2001年最后一个季度有很多人失业，但这并没有在闲置土地和租金统计中显示出来。”

毫无疑问，由于我们骇人听闻的看跌观点，劳雷尔被要求在电台节目中捍卫我们的立场。脱口秀主持人巴里·亚历山大，即新英格兰咨询公司的总裁，马上就说他从1997年开始就告诉人们要买REIT。也许是出于礼貌，这个节目的负责人后来告诉劳雷尔，他喜欢我们关于闲置房地产的说法。“两年前你可能还会绕着停车场转来转去找一个停车位，今天，你可以在一天中的任何时间任何地点停车。同时，‘有房出租’的标志牌比红花还要醒目。”

REIT指数在我们2002年2月14日最初发表文章的两个月后急速下跌时，我们被证明是正确的。在2002年4月12日至2002年10月9日之间，彭博REIT指数下降了24%。

总而言之，REIT的发展使我们回想起2000年3月那令人记忆深刻的一周，当时维克多收到了5封建议信，建议其投资互联网公司，其中两封还是来自他的女儿。我们根据供求法则，迅速断言互联网股票将会垮台，这是我们最后一次在专栏中公然评论互联网板块。互联网股票的崩溃如期而至。Thestreet. com的网络股指数在2000年3月10日达到顶峰，到2002年年中已经损失了其价值的95%。

我们关于REIT的文章在市场高峰期引发了几乎一致的负面情绪。这些恶意的反应解释了为什么大众一向出于亏损状态，并且比在其他任何方面损失的钱都要多。尽管我们能够看到，这样一种极度悲观的情绪所造成的阻碍恰好是事物的必然规律，而且主要是公众的力量使市场保持了这样一种高态势，我们还是很悲哀地看到，这些力量再次联合起来，对市场过度发挥作用而导致了毁灭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章
市场热力学

自然法则适用于所有粒子及其之间的交互作用。

——戈登·凯恩，《超对称性》

大部分时间，维克多都准确地知道他最小的女儿基拉是如何利用时间的。基拉每天有四个小时在家。在这四个小时里，她必须做一个小时的运动（通常情况下是和父亲玩壁球），跳一个小时的芭蕾，还有一个小时要用来弹钢琴。当然她也会玩上一个小时，通常是和朋友在游泳池里玩潜水。

基拉休闲时间的分配可以用一个简单的方程式来表示，我们称之为基拉方程式：

$$运动+芭蕾+钢琴+潜水=4$$

偶尔，基拉会请求父亲把用来弹钢琴的一小时也用来打球，作为一位和蔼可亲的父亲，维克多会顺从她，但是会要求她在以后抽时间补上钢琴。这样，通过计算基拉花费在任三项活动上的时间，维克多就能知道她在另外一项活动上花费的时间是多少。由此，看看基拉一周内的活动记录，维克多一般都能推算出接下来的一周，基拉在四项活动上该如何分配时间。

基拉方程式的提出是我们受诺贝尔奖获得者理查德·费曼（Richard Feynman）设想的一个巧妙的例子的启发。在费曼的例子里，一位母亲正在寻找儿子有28个组件的套装玩具中丢失的组件。她使用了一些聪明的计算方法来发现所有可能隐藏的地方：一个小小的上了锁的箱子，床底下，鱼塘。费曼用这个例子是想说明能量守恒定律，这是物理学上的两大基本定律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之一。① 另外一个是熵。这两大定律是我们理解自然科学及生活中其他领域发生的事件的基础。

但是物理学和我们理解证券市场有什么联系呢？应该说，它对我们把握证券市场很重要，其作用在维克多用它来指导基拉充分利用时间这一问题上很好地得到了体现。

市场实验与市场感觉的对比

许多交易员告诉我们，他们的交易决策是凭感觉做出来的。不幸的是，我们没有市场感觉，所以不得不使用科学研究的方法来帮助我们做出投资决策。我们自身的交易模式就是在过去的 40 年中在不断运用科学方法的过程中发展而来的。

几个世纪以来，人们在探索人类在宇宙中所处的位置的过程中，设计发明了很多种方法，其中，科学占有极其特殊的地位。从本质上讲，科学是一个探究的过程，通过提出问题和回答问题实现对隐藏于自然界的重要法则的认识。科学的进步为人类生活环境的改善做出了很大的贡献。同样，人们要想改善自己的投资结果，提高自己的生活质量，最好的办法就是掌握寻找真理的方法。运用这种方法人类已经取得很多进步，这种方法包括：收集事实，发现规律，形成理论并检验假设。尽管这个过程看起来显得很零碎，但是看看科学方法已经取得的成功，我们就能看出在投资领域，人们还没有普遍采用科学的方法进行决策。托马斯·库恩在他写于 1962 年的《科学革命的结构》一书中提出，科学的发展进步并不是一帆风顺的。旧势力总是会抵制新的观点和思想，因为这威胁到他们的生活和声望赖以存在的基础。在很多情况下，伴随着一个新的理论诞生和普及的，通常不是喝彩，而是葬礼。

抵制新思想的倾向令人遗憾，可是在证券市场的权威们那里还是表现出来了。在科学领域，重大的突破常常是在科学家们试图验证一些理论的过程中出现的，而这些理论一般都会被证明是不正确的。第一个电容器莱顿瓶（Leyden jar）——一种可以储存大量电荷的装置——是由荷兰莱顿（Leyden）的物理学家兼数学家彼得·范·马森布罗克发明的，不过后来被发现是一个错误。试错法很有效，但是在投资领域却很少有人用到它，因为很少有什么主张是经得

① 1854 年，德国科学家首先引进了熵的概念，熵是表示杂乱程度的一个量，这个量在可逆过程中是不会变化的，在不可逆过程中会变大，熵的变化具体来说等于用绝对温度除以热量变化。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起检验的。培根说过一句名言："真理是从错误中来的，而不是从混乱中来的。"有太多的市场预测都是建立在类似于看手相和心理学这样的混乱基础上的。库恩先于牛顿对光学的总结是恰当的："人们可以得出结论说，虽然这个领域的实践者都是科学家，可是他们的研究结果却称不上是科学。"

通过坚持科学方法，我们想要追随科学家的步伐进行我们的工作，是一代又一代的科学家从各种学科的知识宝库中寻找到了新思想的火花。尽管理论科学按照惯例都被划分为 4 个主要的门类：物理、化学、生物和地球科学，但是在自然界中它们之间是不存在明显的界限的。发明和思想经常在距离它们发源地很远的地方产生共鸣。例如，显微镜是光学方面的成功发明，同时也使生物学家和化学家看到了仅凭肉眼看不到的物体。爱因斯坦从几何学和直角三角形的恒定性出发提出了著名的相对论。这种孤立领域之间互相促进的现象很常见也很重要，我们在表 13.1 中列举了一些比较突出的例子。

表 13.1 思想转移

威廉·哈维	**血液循环** 威廉·哈维，是英国詹姆斯一世和查尔斯一世时期的医生，是他发现了人体内的心脏像一个泵，把血液向身体各部位输送，他还发现血管内有像阀门一样的东西，由此，他根据水力学的原理画出了一个心脏模型。	1628
亚历山德罗·伏特	**电池** 伏特提出理论，认为两种不同的金属之间电压不同时就会产生电流，这是在他偶然地看到一只被解剖的青蛙的腿在与两块不同的金属接触时会抽搐后，受到启发而提出的。	1800
赫勒斯·韦尔斯	**麻醉剂** 韦尔斯是一个牙医，他一次在狂欢节上看到人们受伤后就吸入笑气（laughing gas），然后伤痛就大大减轻。韦尔斯于是想到笑气可能也可以用于对牙的治疗。	1844
路易斯·巴斯德	**左手型分子和右手型分子** 巴斯德发现，酒石酸拥有一种镜像物质，它们彼此的旋光性相反。这使巴斯德将分子不对称与生命活动的化学性质联系起来。	1848
伊莱休·汤姆森	**电焊** 在一次论证电流运动的实验中有火花出现，汤姆森注意到两条金属丝熔合在一起。	1876

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

伊莱尔·德·夏尔多内	**人造纤维** 夏尔多内在做摄影金属板的时候，不小心溅出一些化学物质，擦的时候，他注意到有丝状物出现。6 年后，他利用火棉胶制造出了人造丝（也就是人造纤维）。	1891
威廉·伦琴	**X 射线** 伦琴在研究阴极射线管时发现了 X 射线。	1895
亨利·贝克勒尔	**放射性** 贝克勒尔无意中发现铀化合物会发出能令负片感光的辐射。	1896
亚历山大·弗莱明	**青霉素（盘尼西林）** 弗莱明在培养葡萄状球菌时，楼下真菌实验室的培养器皿中青霉菌被风吹得飘上来落在弗莱明做实验的器皿上，弗莱明度假几周回来后发现，葡萄状球菌繁殖得很多，而有青霉素菌的地方却没有。	1928
沃森、克里克、威尔金斯和富兰克林	**DNA 双螺旋结构** DNA 结构的发现得益于对生物学、物理学、化学和 X 射线晶体学的综合运用。	1962

社会科学领域的不同分支之间也存在这种互相促进的现象。经济学的鼻祖亚当·斯密受德国诗人伯纳德·曼德维尔的寓言故事《蜜蜂的寓言》、《私恶公善》的启发，提出了他的著名的“看不见的手”的理论。由于不同学科之间互相促进的步伐加快，很可能一些重大的发现会在不长的时间里被提出来，只要科学家相信他山之石可以攻玉。而且全新的学科也会出现。我们已经见证了光学、电学和磁力学相结合形成了电动力学，接着又与其他学科相结合形成了现代量子物理学。想象一下，50 年以后的外科医生如果不懂遗传学、电子学和计算机科学，能成为一个好医生吗？

我们能把用以解释物质结构和能量的基本定律用来指导我们的投资活动吗？我们认为可以，而且正在进行实验。查尔斯·桑福德曾经是银行家信托（Bankers Trust）的总裁，他以研究组成物质的粒子的科学为基础，提出了一个被他称为“粒子金融”的概念。桑福德识别并分散各种金融工具中所包含的不同风险，并从金融事件的不可预测性（这类似于自然界中物质表现出的杂乱无章的状态）中寻求保护。粒子金融的实践者不再买入一组风险高低不同的证券，而是会选择进行不同的风险组合。其投资组合中可能有 X 单位的信贷风险，有 Y 单位的外汇风险，依此类推。

在另外一个实验中，比利时西布列塔尼大学（Universite de Bretagne Occidentale）的查贝尔·坦诺斯和阿莱恩·费桑特使用高能物理学的燃烧模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来预测股票未来的价值。他们观察到，有些股票的行情在保持长期的稳定之后就会突然反弹，同样的道理，燃烧看起来有时候也是自然而然地发生的。注意，当燃料的温度达到一定程度之后，燃烧现象就会发生，上面的两位教授把燃料的温度换成了公司股票的价格，对燃烧模型稍稍做了变换。

将资金当成能量

市场中有不同的能量，它们之间可以互相转换。资金可以被当做能量，在自由资本市场上，它可以自由地从一个人流向另一个人。和能量一样，资金的存在形式有很多种：货币、土地、商品、股票、债券以及其他形式。在商业环境下，商品、劳动力、土地和资本在不同的家庭和企业之间循环，从而实现财富在全世界范围内的人与人以及国家与国家之间的分配。这个简单的模型可以扩展一下，把政府政策和国际贸易的影响也包括进来。正如自然界中存在潜在能量一样，未开采的油井、农场主储存的种子、发明者脑子里的技术都是潜在的财富。

在物理学中，能量转换的概念是通过两个热力学定律来表达的。

这些特殊的定律为支配自然科学领域的其他定律提供了基础。它们不仅仅是理解物理学的基础，而且是理解生活的基础。在接下来的内容里，我们将对这两个重要定律中包含的概念加以改变，再做阐述。

热力学第一定律：能量守恒

热力学第一定律能量守恒与保护树林、降低耗油量以及离开屋子时关灯这些问题没有任何关系。从实质上讲，这个定律的内容讲的是所有现实世界中涉及能量转换的过程，能量的总量是不变的，或者说是“守恒的”。这个定律第一次是在 1842 年由一个德国医生朱利叶斯·罗伯特·迈尔（Julius Robert Mayer）提出的，当时他说能量不会被消灭，只不过是转移了。迈尔演示了热能和其他形式的能量之间的转移关系。爱因斯坦在 20 世纪将迈尔的理论进行了扩展，提出物质和能量是一样的，也是守恒的。

社会科学家运用守恒的概念提出了人类社会的理论。从实战投机的角度出发，这个定律提供了一个很好的金融市场运作模型，包含了很多对市场力量有用的假设和看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能量守恒定律之变化1：基拉方程式

现在让我们回到维克多的女儿基拉以及基拉方程式上来。我们用美国债券替代方程式中的芭蕾，美国股票替代方程式中的运动，德国债券替代方程式中的钢琴，用美元替代方程式中的潜水。

我们将公式右边的时间总和换成市场价格在空间上方向相反的变化。把基拉方程式应用于证券市场时，债券、股票、德国债券以及美元在一定时期内变化量的总和是零。对于那些跟踪市场行情每天变化的人来说，这个想法在某种程度上是直观的：随着时间的流逝，债券行情的剧烈变化和股票行情同等程度的反方向变化是势均力敌的。

第二步，我们把公式中的变量分为两类：债券和股票在过去5年中每天的行情变化量。二者之间的关系如图13.1所示，它们之间有轻微的正相关关系。

过去5年中债券和股票每周的行情变化之间的关系与上述是一样的，如图13.2所示。如果美国债券在一周之内上涨2点，那么S&P 500在接下来的一周就会上涨3.5点。

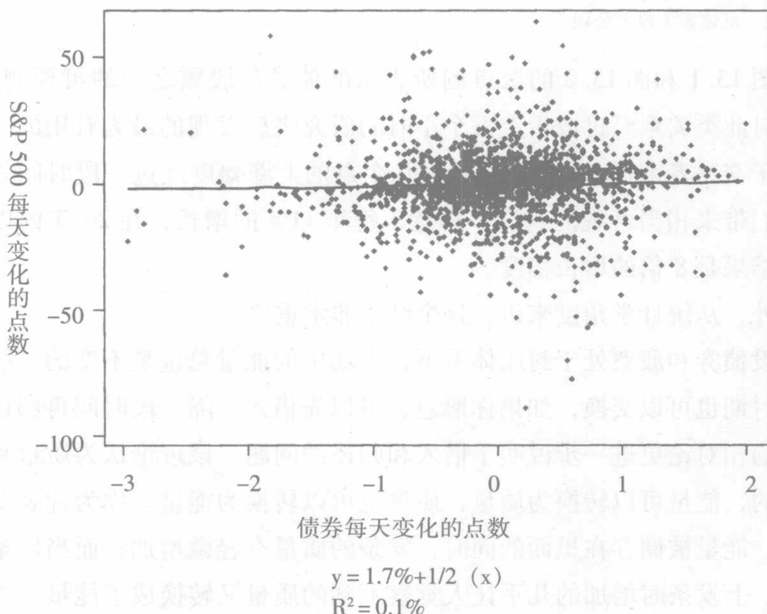
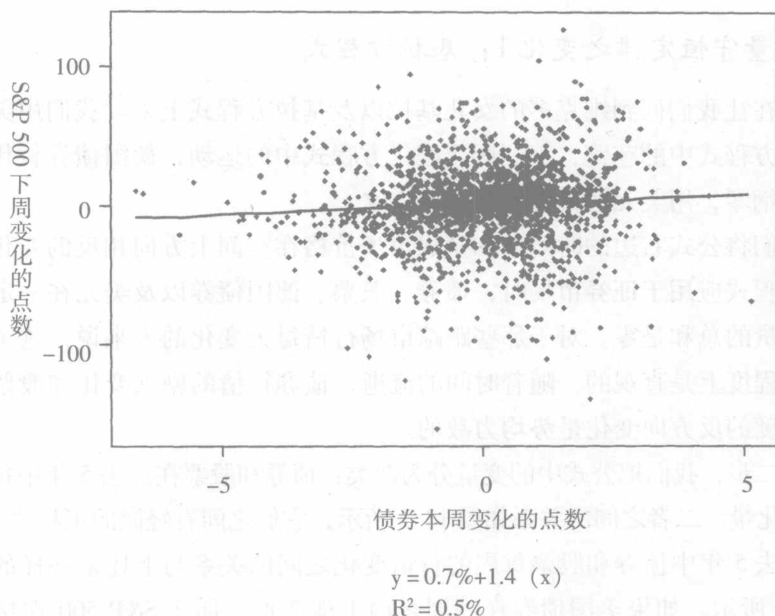


图13.1 美国债券与股票每天行情变化之间的关系（1994.7～2001.5）

来源：尼德霍夫投资公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



y = 0.7%+1.4（x）
R^2 = 0.5%

图 13.2 美国债券与股票每周行情变化之间的关系（1994.7 ~ 2001.5）

来源：尼德霍夫投资公司

在图 13.1 和图 13.2 的散点图所表示的债券与股票之间的可预测关系，是我们对此类关系经过成千上万个小时的研究之后发现的最为有用的一组关系。对于交易者来说，S&P 500 每周几个点的上涨幅度经过一段时间之后都会给他们带来相当可观的利润。毕竟，每年 11% 的增长，在 20 年内以复利计算，结果是 8 倍的增长幅度。

另外，从统计学角度来讲，这个结果非常重要。

假设债券和股票处于封闭体系下，市场中的能量总量是不变的。能量在不同的时期也可以交换，如果你愿意，可以先借入，隔一段时间再归还。爱因斯坦的相对论更进一步说明了借入和归还的问题。该理论认为质量和能量是一样的，能量可以转换为质量，质量也可以转换为能量。你为钟表上发条的时候，能量被储存在里面的同时，发条的质量有轻微增加；而当发条松开的时候，上发条时增加的几乎让人觉察不到的质量又转换成了能量。市场也能“储存”能量。只不过能量必须要偿还，就像基拉必须在接下来的几周把上次本来应该用来练钢琴却用于别的活动的时间给补回来一样。

能量守恒定律之变化 2：消失的钱

对于人类来说，希望是永存的。想想人类增加财富和增进幸福的能力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再看看像达·芬奇、牛顿和爱迪生这样的巨人为人类文明所做的贡献，就能明白这一点。看起来，希望永不泯灭和不断更新的特点是我们人类能力中不可或缺的一部分，能帮助我们渡过生活中的难关和不幸。没有什么地方比证券市场更能显示希望的力量，股票行情的低迷期一过，我们打开电视就会看到一位迷人的新闻记者摘下眼镜说，“高科技股票的行情会恢复”。此时此刻，这是体现希望永存这一看法最好的地方。

可能英特尔公司对外宣告比预期更高的收入会激起投资者的买入风潮，这样它的股票价格就会上涨，从而会让高科技板块的其他股票价格显得低一些，这样也会有资金流向这些股票。这个过程会不断继续下去，有时候会持续好几年，就像20世纪90年代那样，那个时候，银行储蓄账户、货币市场基金和外国投资者的巨额资金流入美国证券市场，由此纳斯达克市场从原来的374点升至4 069点。

在这个过程中，比某个公司的收入报告更重要的是一个潜在的感觉，即科技进步是好事情，高科技企业总是有利润的，投资者、供应商、客户和员工把企业家看成了源源不断的财富的象征。

不过这些感觉也都为以后人们的不满埋下了种子，毕竟，乐观情绪也会盛极而衰。最终，储蓄、其他投资工具，甚至是信用卡透支所能提供的潜在能量都会降到不足以继续保持证券市场行情的上涨。到了那个时候，自信心动摇了，而长久以来被人们视为杞人忧天的不现实的怀疑则突然成了警示信号。

我们在第一部分讨论过的2000年事件的发生很好地体现了这个现象。2000年初，当潜在能量从最高点滑落的时候，美联储主席已经关注非理性繁荣达三年之久，他选择在这么一个不恰当的时间提高了联邦基金的利率，从5.5%提高到6.5%。这一升息行动是分三个步骤完成的。前两次每次上调0.25个百分点，升息决定分别在2月2号和3月21日生效，最后一次上调了0.5个百分点，于5月16日生效，即纳斯达克市场从最高点下跌26%之后的10个星期。面对美联储的巨大压力，当时已经买入高科技股票的大部分投资者开始抛售手中持有的暴涨的股票。一直以来，新的科技公司门前都挤满了投资银行家们，他们都想代理这些公司的新股发行业务。突然之间，他们发现连卖出股票都是不可能的了。没有资金，他们没有办法采购设备。设备生产商接到的订单数量急剧下滑。高科技股票价格下跌，因此公众就把资金收回，转而投入其他成长型股票上去。当成长型股票也不行的时候，公众就买入价值型股票。2002年2月28日，令人尊敬的价值投资者巴菲特在给股东的年信中说，“对未来10年左右股市整体行情的前景不看好”，投资者开始卖出现有的股票，持有现金，等待电视台迷人的新闻记者不再皱着眉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头摘下眼镜的时刻的到来。

在自然界中，同样的转换也经常发生。太阳产生能量，植物用这种能量制造糖分，长耳大野兔以吃植物为生，山狗以吃这种兔子为生，山狗死了以后，尸体会腐烂渗入地下成为植物的养分。

要明确的一点就是，在这些相似的循环中的任何一个环节，质量和能量的总量都与开始时是一样的。任何看起来损耗的能量都能在别处找到。

能量守恒定律是很有用的，例如，它能帮助我们认识到新闻中有关证券市场中数以万亿计的资金"消失了"、"蒸发了"或者"不见了"的报道的谬误所在。资金和能量是一样的，不会消失，它也是去了别的地方。运用威尔希尔 5000 指数（Wilshire 5000 index）来衡量，美国证券市场在从 2000 年 3 月的最高点到 2002 年最低点的过程中，损失了 50% 的市值，也就是 8.15 万亿美元，用威尔希尔公司（Wilshire Associates）的公式来算，相当于每下跌 1 个点就损失 11 亿美元。但是这些钱并没有消失。对于在市场行情最高时买入的每个投资者来说，钱到了当时卖出的投资者的手中。

我们在这里提到的迷人的电视新闻记者的故事只是对单个市场中单一行情变动的定性分析，此外还可以有其他许多种解释。具体到其他国家的股票市场或者美国不同历史时期的股票市场，情形无疑会和这里说的不一样。我们的模型不是对影响股票市场的所有因素的准确阐述，所有的模型都是对现实世界的简化。关键在于任意一个特定的模型是否能够为人们提供有说服力的看法和有效的预测，以及在对它进行验证的基础上，是否可能提出更合理的模型来。

令人惊喜的是，我们在这里提出的模型里包含的具体规则，和过去 20 年发生的实际情形比较一致。

能量守恒定律之变化 3：首次公开发行（IPO）的钱从哪里来

假定用于购买股票的钱是固定不变的，而且在相当大的程度上，这些钱的总量取决于 IPO。用于购买新股的钱一定来源于某个地方。一个合理的模型假设这些钱是来源于那些本来就有的、原本用来购买已经上市的股票的钱。这样一来，就产生了下面的两个假设：

- IPO 业务量大的时候，用于买已上市股票的钱就变少。
- IPO 业务量小的时候，用于买已上市股票的钱就变多。

事实上，IPO 业务少的时期，市场行情就好。图 13.3 表示的是过去 20 年中每年 IPO 业务量和 S&P 500 的市场业绩之间的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从统计角度来讲，二者之间的关系是这样的：本年度 IPO 业务量的变化会引起下一年市场行情高达 36% 的跌幅——二者之间这种显著的负相关关系会让我们联想到球在从地面上弹起的过程中以及过山车在开动的过程中的能量转换问题，而这些都是市场中的投资者们很熟悉的事物。

我们接下来研究了当年 IPO 的总价值与下一年市场行情之间的关系，结果与上面的相似。我们使用的数据是从 1991 年开始的，因为 1991 年是最早有数据记载的一年。当年 IPO 的总价值引起了下一年市场行情 33% 的跌幅。

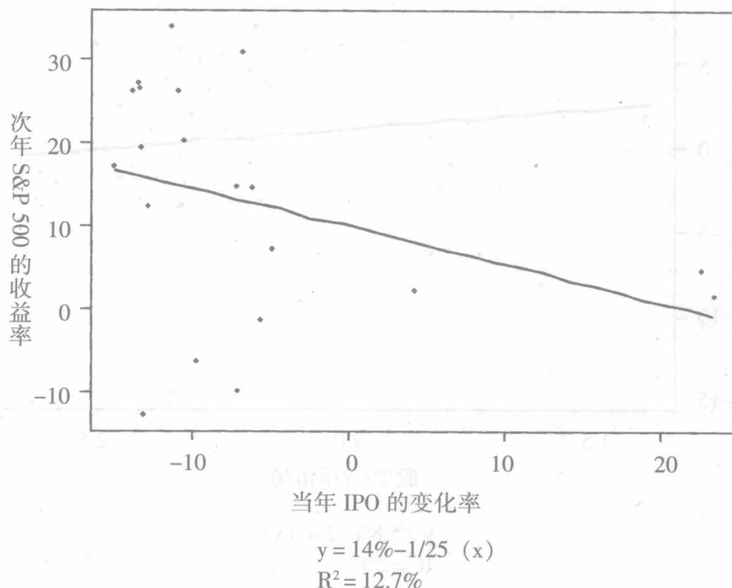


图 13.3　IPO 业务少，市场行情就好

来源：尼德霍夫投资公司

能量守恒定律之变化 4：能量的转化

在研究自然界或者证券市场中的能量问题时，要从两方面下手，其一是要考虑到潜在能量，其二是要考虑到能量的转化。能量的形式包括动能、化学能、电能、电磁能、势能（一个弹起的球就包含势能）、原子能、热能和声能。

用于购买股票的钱可以被当做一种潜在能量形式。像 2001 年和 2002 年那样，资金集中在货币市场账户，股票市场投资锐减，情况看起来就像是钟摆从高处落下那样。那个时候，能量似乎消失了。实际上，它还是存在的，只是变为潜在形式了，很可能转入了运动中。

当市场中的能量转化开始的时候，资金最先流入股票型基金。2002 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初，股票型基金中的资产和货币市场基金中的资产之比为1.5，接近4年中的最低水平1.4。这个比率最高是在2000年的春天，那个时候，美国证券市场正处在连续18个月的低迷时期的边缘。

我们利用回归分析方法对股票型基金和货币市场基金资产比例的研究表明，根据这个比例可以预测市场行情的变化，二者之间的关系是这样的，下个月市场收益率等于5.8%减去2.4%乘以这个比例（见图13.4）。

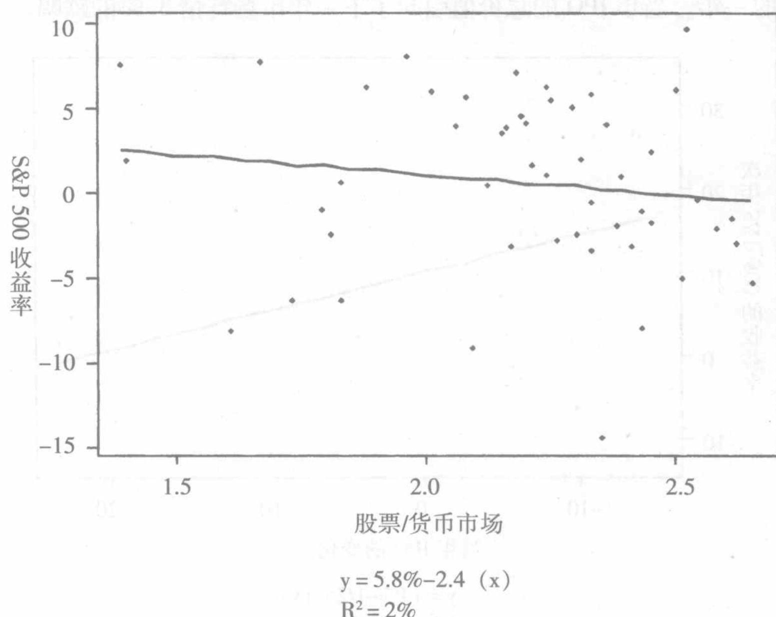


图13.4　根据股票型基金和货币市场基金之间的资产比率预测下月S&P 500的市场回报

来源：尼德霍夫投资公司

热力学第二定律：熵

19世纪中期，鲁道夫·克劳修斯（Rudolf Clausius）和威廉·汤姆逊（William Thomson）提出了热力学第二大定律——熵。从本质上讲，这个定律讲的是，无论在什么时候，如果能量分配不均衡，存在一种潜在的力量让这种不均衡的状态消失或者最小化。克劳修斯发明了“熵”一词来表示消失的能量。第一定律的内容是解释能量总量总是不变的，第二定律则说明世界的天性是活跃的，总是将能量最小化（或者说，让熵最大化）。

第二定律很容易通过实验来说明。将一杯热水放在温度很低的房间里。水散发的热量将会自动地消散在房间里，这个过程一直到水的温度和房间空气的温度达到一致时才结束。这样，水的热量最小化了，同时熵也最大化了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熵之变化1：能量转化的最大化

证券市场也有一套办法实现熵的最大化：它能转移财富。纳斯达克市场上交易的股票，平均每天在收盘时价格没有变化的比例只有2%，这个比例比随机进行预测的比例要高得多。股票价格变动的方式会让熵达到最大化，而价格变化的部分却不知哪里去了。从长期来看，这也是正确的。在某周开始时，一只股票价格有较大幅度的变化，那么在余下的时间里，该股票价格的变化很可能就向着相反的方向变动了。

我们把交易人员使用的各种委托指令比做能量的不同形式。市场价格委托指令可以比做动能，限价委托交易指令和止损委托交易指令就相当于潜能。股票市场行情如果突然上涨，投资者发出的止损委托交易指令就会随之增多。按照惯常的情形，行情会回落，这之后，市场行情看涨时遭遇的阻力就会小很多，很轻松地就能够涨上去。这就是为什么市场行情的二次或三次看涨都不能持久的原因。限价委托交易指令的取消会让熵实现最大化。

要想进行演示，就拿一张普通的纸，放在手里把它揉皱。纸被揉皱以后，能量就贮存在折痕里，这些能量抵制你施加的力量。如果你能克服这种抵制，这张皱巴巴的纸一定会不堪折磨，形成更多的折痕。最后，折痕里贮存的能量将会变得很大，以至于你如果想把纸揉得更小一些，必须用更大的力气。有了针对此现象所做的研究，科学家们或许能更好地理解血液细胞膜是如何通过最小的毛细血管的，汽车的缓冲器是怎样把发生车祸时的力量吸收掉的，地壳是怎样碰撞、变形并形成山脉的。这种现象在股票市场中也存在。股票价格的大幅下跌需要很多的资金投入。当行情剧烈变化时，如果想把股价降下来需要很多的资金，所以股价变动遭到的阻力很小，会一路上涨。

熵之变化2：摩擦和热量消散

在我们的日常生活中，摩擦是说明熵存在的一个很明显的例子。与现实世界中的任何体系一样，证券市场中的有些能量并不会被交易商捕捉到，而是在摩擦中消失了。在证券市场上，每年可能有150亿美元被市场中的各个机构以买卖价差、经纪人的佣金和美国期货协会的费用形式攫取了。

证券市场各个机构的盈利能力可以用主要交易所的席位费来衡量。纽约证券交易所、美国证券交易所、芝加哥商品交易所、芝加哥期权交易所、芝加哥商品交易所和纽约商品交易所总共有8 000个席位。在2002年初，以最新的席位销售额为基础，这些席位的总价值为64亿美元（见表13.2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13.2 美国部分交易所席位的价值

交易所	席位数	最新售价（万美元）	日期
纽约证券交易所	1 366	250	2002.02
美国证券交易所	203（期权席位）	30	2002.02
美国证券交易所	661（普通席位）	27	2002.03
芝加哥期权交易所	1 402	40	2002.03
芝加哥期货交易所	625	80	2002.01
芝加哥期货交易所——指数和期权市场部门	1 287（投票席位）	55	2002.03
芝加哥期货交易所——国际货币市场部门	813（投票席位）	38	2002.02
芝加哥期权交易所	930	36.5	2002.01
纽约商品交易所	816	87.5	2002.01

来源：纽约证券交易所、美国全国证券商协会、芝加哥期货交易所、芝加哥期权交易所、彭博新闻社

让这些席位变得有利可图的人就是那些做着普通事情的普通人。如果你遵守市场中现有的一切约定俗成的东西，那么你也是一个有价值的贡献者。

不同的交易商由于在市场机构中所处的位置不同，面临的摩擦程度也不一样。对于交易所大厅的交易员来说，摩擦程度是最小的，而那些通过传统的经纪公司进行交易的小额投资者面临的摩擦程度是最大的。一笔交易对于场内交易员或者机构交易商来说是有利可图的，但站在小额投资者的立场来看，可能就是亏损的。想要提高投资收益，一个比较简单的方法就是减少交易费用。有很多种办法可以做到这一点。首先可以讨价还价，争取支付给经纪人较少的佣金，或者是通过折扣经纪人进行交易。交易量大的日间交易者如果支付的佣金很低，不过却要付出利润的50%作为佣金，那么就应该考虑调整一下交易模式了。如果投资者想要降低交易费用，那么最好还是不要投资于诸如承载共同基金（load-bearing mutual funds）、需要高额佣金的外国公司发行的证券、低价股票以及结构性债券（structured note）等高成本的投资项目。

熵之变化3：板块轮动和熵最大化的过程

读者可能会感到不解，既然熵在市场中发挥着作用，为什么有些板块还竭尽全力想长期处于领先地位？在科学界也存在这样明显的冲突，物理学认为能量释放了，生物学则认为生命会越来越有序。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答案是这样的，有序的流动相对于无序的流动来说，在运用潜在能量方面更为有效。在证券市场上，热点行业和板块之所以能生存下来，是因为它们能利用环境中的潜在能量。一旦这些行业和板块发展至成熟阶段，人们可以预测其未来发展趋势的时候，超额利润就消失了，就像一支燃尽的蜡烛一样。

还有一个能够说明熵的最大化这一原理的，就是日常生活中一罐烧开的水。根据熵，我们或许认为水的运动是无序随机、无法预测的。而恰恰相反，水的运动相当有规律。把加热器打开，温度上升，罐底的水就会向上运动至罐子的中部，一直到最上面为止。在这个过程中，一部分水以水蒸气的形式蒸发掉了，剩下的那部分冷水向下运动，取代那部分向上运动的比较热的水，这一相当规则的过程有效地把加热器的热量传导至空气中，同时熵也得到了最大化。

这一原理也允许热量一直停留在证券市场中的某几个板块中，这对一部分投资者来说，是很令人满意的结果。有些共同基金倾向投资于那些相比较之下业绩不错的行业，且投资策略一直不变，直到这些行业衰退。资深的基金评价人马克·赫尔伯特总结说，截至2001年之前的5年，那些轮流投资于各板块的共同基金的业绩高出所有基金的平均业绩水平。而我们找不到有关这些基金的业绩会一直持续下去的证据，也找不到证据说明这些基金的成功是1997～2001年中特殊市场条件的副产品。截至2001年底，大约有1 730亿美元的资金投资于这类基金，而1997年的时候还只有920亿美元。1997年末，这些基金的资产总额将近1 000亿美元；在2000年8月，资产总额达到了3 010亿美元。



我们自己也研究了这一问题，发现至少有些行业每年的业绩之间的相关系数是负的。1987～1998年，纳斯达克市场上的股票如果在某一年行情下跌了10%，则在第二年会平均上涨25%。

2000年和2001年，S&P 500中的股票行情一直下滑的局面结束了。2000年业绩最好的两个行业和业绩最差的两个行业在2001年则调换了位置，它们之间的相关系数为－0.8（如果是－1，则表示它们之间的业绩是完全相反的）。

这种表现和“用于购买股票的资金数量是有限的”这一想法是一致的（即热力学第一定律），而根据热力学第二定律熵，我们可以知道，整个自然界会同时做出反应，释放出潜在的能量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熵之变化4：周期变化规律



我们的一个期权交易同仁伦纳德·克雷克斯对第二个定律熵进行了观察，他在2002年1月3日给我们的“投机者名录”（Spec List）写信说：

大部分情形下，每当投资者找到一个可靠的赚钱方法，由于熵的存在，这个体系就会崩溃。大部分人都将其归咎于偶然的事件，就像百年一遇的洪水那样。看现在证券市场的情况，大多数人都认为它从2002年开始就处在恢复期，这意味着许多人已经又在蠢蠢欲动了。我希望能发生什么随机事件让气球向着完全相反的方向飘。放飞一个充满空气的气球时，随着空气的排放，根本不可能预测它会飞向哪个方向。大家都知道这个过程很快，气球飘过的路径完全是随机的，而且在这个过程中，熵在不断增加。这个过程也适用于证券市场。

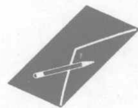
熵和多样化是类似的。20世纪90年代末，美国人对股票抱着狂热的情绪。从统计数字可以看出股民数量是创纪录的，这就是说人们没有把钱投资于债券，没有储蓄，没有用于购买黄金等。他们只把钱集中于一种资产：纳斯达克股票。从刚刚过去的两年可以看出人们这样做的结果是怎样的。现在，可能投资者都会进行多样化的选择以分散风险。换种说法就是，熵将会增加。共同基金和经纪人将会大肆赞扬股票，但是不断增加的熵预测，资金将随机分配，投资方向分散化。或许，随着投资者风险的降低，他们会投资于欧元、房地产和货币市场。我不能预测最后的资金分配结果如何。然而，我知道，当资金在上次那样的泡沫中蜂拥而至某一个地方时，最终泡沫都会在熵的作用下破裂。

结　论

热力学的这两个定律并不是万灵丹，它们不能解释在自然界或者金融界一个系统是如何运作的，又是什么因素引起系统的变化。它们不能解释精神能量和生产能量这二者在证券市场上是很重要的影响因素。它们只能应用于封闭的体系内。这两个定律不能解释所有的潜在能量向动能（或者废弃的热能）转化的不可预知的途径。而且如何衡量潜在能量也是一个基本问题。正如我们的朋友杰克·蒂尔尼，一位直言不讳的田纳西州哲学家说的那样：“在生物学和物理学领域，这是可能的，但是对格林斯潘和媒体是不灵验的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，这两个定律在一个不断发生变迁的世界中却很有助于人们做出预测。任何一个模型的有效性都是通过对其进行验证，并观察根据该模型做出的预测与现实的偏离程度衡量的。我们相信，我们对这两个定律的研究是很有用的，尽管有很多漏洞，也有很多有待改进的地方。正如我们一直所说的那样，知识的获得是进行不断的观察、实验和理论推导的过程。将物理学的定律应用于投资领域有很大的发展空间。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章
从网球赛场上吸取的市场实战经验

谁要想赢我，就必须在开局打败我，在中局打败我，在最后的残局中打败我。

——亚历山大·阿廖欣，1927～1935 年和 1937～1946 年国际象棋世界冠军

在赛场上和在证券市场上，成败的经历有着异曲同工之妙。无论比赛时间长短，比赛形势如何变化，也不论运用什么样的比赛策略，比赛结果是输是赢，最基本的目标就是要取得胜利。

比赛和证券交易如此相似并不让人感到意外。比赛就像是一面镜子，折射出我们在证券投资、婚姻、工作、学业和运动中所面临的风险，以及我们勇于承担风险所应得的回报。正如保尔·海恩在《思维经济学》一书中所说的，“凡是在做决策的时候，没有掌握充分的信息就预测未来的人都是生活中的投机客，所以每个人都是投机客。”这句话，无论我们怎么重复、怎么强调都不为过。

在我的投资生涯中，在壁球、网球和其他球类运动的比赛中获取的经验让我受益匪浅。我曾连续 10 年在美国壁球比赛中立于不败之地，在几次州一级的板手球比赛中也得到过名次，还进入州一级网球和乒乓球巡回赛的决赛并拿过冠军。曾多次获得全美板手球和网球比赛名次的史蒂夫·基利总是称我为最出色的网球运动员，当然这么说可能有些夸大。我确实在几年前一系列的世界比赛中打败过最伟大的网球冠军马蒂·霍根，而且比赛的时候我的臀部有伤，几乎不能挪步。诚然，也是因为马蒂当时有些松懈，我才能取胜。所以在这里要说的第一个教训就是：一个参赛者绝对不能有所松懈，无论是在体育比赛中，还是在市场投资活动中。

在这一章里，我们将要向投资者说明，体育比赛的冠军在为比赛做准备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和参加比赛时所用到的方法对投资活动的帮助。

比赛前

选择适合你的比赛场地

在赛场上：运动和证券市场的魅力就在于，你可以自主选择入场的时间和地点。如果你是一个网球选手，你可能不会选择一个相对来说你既不熟悉又长满草的场地，在那样的场地上，排在100名之外的戈兰·伊万尼塞维奇（Goran Ivanisevic）赢得了温布尔登公开赛冠军。

在股市中：从一些学术观点来看，证券市场行情的变化虽然杂乱无章、毫无规律，但是平均起来，每年都会有10%的上涨。所以对于那些有忍耐力的投资者来说，买入并持有一段时间是一个能够在市场投资中获胜的策略。大部分人都发现，想两次都做出高出平均预期收益水平的适时投资策略是很难的。另外，在缴了资本所得税之后，收益就所剩无几了，这一点只需问问任何一个经验丰富的日间交易者就可以知道。

如果说在过去的那些年中我有所收获的话，这些收获就是因为在市场被一些事件影响而行情衰退的时候，机会往往也多；相反，有些时候大家最好不要买入任何股票。有些信号被证明能很好地帮助大家来辨别什么时候不要入市：

- 股票与债券比率的上升（与30年期国债做比较，这一比率的上升意味着可以做当前S&P 500指数的远期合约）。
- 芝加哥期权所波动率指数低于25%的时候。
- 股票期货交易行情20天持续看涨的时候。

确定你的风险承受能力

在赛场上：所有的优秀运动员都会告诉你，他们最讨厌的就是比自己略逊一筹的对手在比赛中孤注一掷，在比赛到了对峙阶段的时候，全力以赴打好每一个球。这是让优秀运动员输掉比赛的唯一的办法。

在我很早以前参加的一次壁球比赛中，对手是萨姆·豪，那时他是美国冠军。萨姆在连续三局比赛中，当我们打到14平的时候，都喊了“局点”。这个时候，萨姆有资格选择是再打三个球定输赢，还是再打一个球定输赢，再打一球定输赢即到了“局点”。我并不怕冒风险，每次都以15:14拿下比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赛。让萨姆感到不快的是，年轻的比赛选手一般都能很好地处理比赛中的风险。而老一些的运动员在落后 8 个球的情况下，则会担心不能挽回局势。

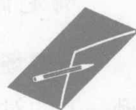
阿瑟·比斯戈尔是一位国际象棋大师，他曾获得过几乎美国所有国际象棋比赛的冠军。他讲述了在一次和当时的世界冠军蒂格兰·彼得罗相的比赛中走了一着险棋后，彼得罗相请求和局的情况。比斯戈尔认为彼得罗相在当时比自己有一定的优势，就接受了彼得罗相的请求，接着问他为什么要求和局。彼得罗相说当时对手米哈伊尔·塔尔和保罗·克里斯正好走过，他担心如果不接受比斯戈尔的挑战，他们会认为他是一个懦夫，但是如果他接受了，则有可能输掉比赛。因此，他选择了折中。对一个世界冠军来说，这是正确的选择。比赛时的原则就是，如果你占有优势，那么就要采取保守的策略，而如果你处于劣势，那么就需要冒冒险了。

在股市中：在投机活动中，处于优势地位的当然是纳斯达克市场中的做市商、纽约证券交易所的专业经纪人和经纪公司，所以投机客寻求的是高额利润，而只有市场才有能力每天都压榨出小额的利润。如果投资者获取的收益相对于投入的资本来说过于有限，那么唯一的可能就是你的收益被佣金和买卖价差给掠夺走了：这是投资者损失的不变定律。也就是说，我不建议投资者做疯狂的赌博。我承担风险的方法是以统计分析为基础的。

制订投资计划

在赛场上：在赛前做充分的准备，比赛一旦开始就没有时间了。当我的对手不得不再用几分钟进行准备活动的时候，我就觉得比较从容。我总是在比赛开始前两个小时到达场地。所有优秀的选手都知道，比赛过程中，情况变化很快，不可能让人有即兴发挥的余地。要事先为所有可能发生的情况进行练习，制订计划，并想象着你的对手也是这样做的。

在股市中：至少要在开盘前两个小时做全面的了解，并设想一下在整个交易日里可能发生的所有意想不到的情形。为在政府或某家公司的公告发布后出现的所有可能情况做好准备。一旦有意外发生，不会有太多的时间等待你思考后再做出反应。整个过程中，你都要意识到所有的计划都会受到市场周期性变化规律的影响，所以即使你制订的计划已经让你保持一个优势地位的话，有点耐心和毅力也是很重要的。



要有足够的耐心

在赛场上：在比赛的过程中，没有什么情形是能够由参赛选手完全掌控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，但是选手们却完全可以控制自己的耐心。比赛过后，选手们也往往会因为在比赛中表现得没有耐心而懊恼。宁愿输给对手，也不要输给自己。

在股市中：投资者的资产和手中持有的证券的关系越密切，投资者经过分析研究之后，就越要利用所处的优势赚上一笔。

准备备用工具

在赛场上：无论什么情况下，如果没有合适的工具，你肯定会失败。优秀的网球运动员在比赛时都会带上至少6支一模一样的球拍，每支球拍的球线都有着相同的弹性。因为比赛过程中，球线和球拍可能会断裂，如果情况真的发生，对于运动员来说，换上一件不顺手的器械是个致命的缺陷。

让我感到最高兴的一次壁球比赛的胜利是1975年加拿大公开赛，对手是迈克·德萨尔尼斯。比赛过后，我和迈克的母亲有下面的一番对话：

维克多：德萨尔尼斯女士，你儿子打得很不错。只是一点小问题影响了整个比赛结果。

德萨尔尼斯女士：是的，我以我的儿子为荣。我认为，考虑到昨天他弄丢了球拍，要用借来的球拍比赛，他今天的表现已经相当好了。

维克多：在那种情况下，德萨尔尼斯女士，我们应该授予他一个“要不是”的奖项。

在股市上：有多少人向你透露说他们失掉赚钱的机会，只是因为网络断线了，经纪人的电话打不通，或者最糟糕的情况是，他们正忙着接听别的电话？

比赛过程中

选好了比赛的地点，清楚了自己的风险承受能力，制订了周密而详尽的计划，后备的计划也井然有序，这个时候你就可以上场了。良好的开端是成功的一半。

要拿下第一分

在赛场上：在壁球比赛中，一般采取的策略是把比赛中最后的几个球打好。但是我总是在比赛开始的几个球打得很漂亮，这样我就能遥遥领先，对手不能轻易超越。这样做也能打击对手的自信，并刺激他冒险迎头赶上。

在股市中：在投资的时候，为了避免一开始就遭受损失，建议大家考虑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向经纪人使用限价委托的指令。例如，你可以以低于出价0.25%的价格买入，以高于要价0.25%的价格卖出，或者是以低于现价5%的价格买入。我过去习惯于以高于整数1/8的价格买入，再以低于其1/8的价格卖出，这个方法是我在20世纪60年代与投资大师M·F·M·奥斯本一起研究这个项目的时候已经验证过的。然而，现在的市场投资活动中，日间交易者的出现和迅猛发展让这个策略显得过于幼稚。他们让我们这些老派的遵循固定模式进行投资的人不得不抛开原来的方法和策略。

要站在最有利的位置

在赛场上：通常，在各类比赛中，最有利的位置就是站在中间，这样就可以避免为了接对手的球而跑来跑去。我并不优雅，我总会听到第一次看我比赛的人在看台上低声说，“那是尼德霍夫？”但是比赛结束后，他们又会说，“他甚至连汗都没有出。”

在股市中：让你的经济状况保持在能让你从容地捕捉市场良机的水平。从国际象棋大师鲍比·菲舍尔身上我们能够吸取一些经验教训，他最爱说的话是：“我从来不让棋子进入孤立无援的区域作战。”一个股票组合大概有10～15只股票，这已足够让人获得多样化所能提供的所有合理利润。而且这和投资于指数基金并不冲突，指数基金成本低、风险分散，而且能够让投资者较好地把握市场长期行情的变动趋势。

不要制造危机

在赛场上：如果你占上风，就不要冒险，别逼着你的对手打出好球来。如果你让他陷入危机之中，很可能会激发他的潜能，让他打出很漂亮的球来。例如，如果我打出个下坠球，对手很可能使出很大的劲击球，我很可能根本接不到。在扑克牌游戏中也是这样，如果你比对手玩得好，你最不希望发生的事情就是在一个回合中，你们俩都押上所有的筹码，而你的优势只有那么一点点。他可能刚刚摸到一张好牌。

在股市中：无论多么诱人，都不要将筹码押在一只股票上，否则一旦失败，可能会让你永无翻身的机会。用你自己的方法或根据我们的建议和忠告，买入一些股票并持有一段时间，总会有钱可赚。一旦抓住机会，就要保持住这个优势，稳扎稳打地积累利润。

罗马不是一日建成的

在赛场上：比赛时要逐渐积累优势，不要用一种方式去争取比赛胜利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比赛这么打是不会赢的，这样做只能让你疲于防守。要一点一点地攻破对手的防线，先是前场，然后是后场，接着是网前。最终，你会发现对手的弱点，那么你胜出的机会就出现了。

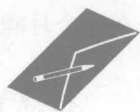
在股市中：只有一个洞的老鼠很快就会被逼入绝境。不要将占你资产太大比例的资金投资于一个项目之上。股票带来的收益固然可观，投资于共同基金也不错，也不要忘记债券市场的利润也是很诱人的。

在球刚刚弹起的时候击球

在赛场上：击球的最佳时机是在球刚刚从地面上弹起的时候，这样你能够充分利用球自身的冲力。你的对手也不能揣测你下一步击球的方向，这样留给他反应的时间就很少。我在壁球比赛中的对手沙里夫·汉的得分比我高就是因为他使用了这个技巧，尽管他常常要比我多犯5倍的错误。雷内·拉科斯特是一位网球策略大师兼商人，他曾写文章说他每次这样击球，一局比赛的得分会提高40分。现在，阿加西也将胜利大部分归功于这种击球方法。



在股市中：市场行情大幅下跌之后的第二天，就是买入一系列股票的时机。市场行情开始上涨的时候，空头交易者通常没有喘息的时间。2001年12月，我们进行的一次检验表明，在过去30次，行情下跌2%或者更多一点时，次日开盘时的行情会更低，从这次开盘到下次开盘这段时间内，平均的行情变化是上涨0.5%，伴随着平均0.25%的波动率。（但是一定要当心市场周期变化的影响，我们强烈向投资者推荐，在本书中提到的任何模型，大家在将其作为投资依据之前都要进行检验。）



靠前站

在赛场上：球类比赛中，最不常用的策略就是站在场地的前面。站在网前，运动员可以把球以更刁钻的角度击向对手，迫使对方奔跑速度加快，奔跑距离更长。有太多的运动员把99%的时间和精力用于练习在场地四周击球和接球，而只把1%的时间和精力用于练习网前击球。事实上，对大多数运动员来说，提高球技的最好办法就是练习网前击球，其益处和改进效果是不言而喻的。

在股市中：要善于捕捉稍纵即逝的机会，这样你才会尽快赚到钱。但是你要保证不能听到一个新闻报道就随波逐流采取行动，因为那些大人物、市场上的活跃分子和高级掠夺者很可能已经比你更早采取行动，占尽先机，轮到你时已经无利可图了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从两面进攻

在赛场上：要在两侧向对手施加压力。优秀的运动员常常从两面进攻，迫使对手两面防守，这样就能顺利拿下比赛。

在股市中：刚刚开盘时行情会上涨，一段时间后就会下跌，下跌持续一段时间后，最终行情还是会上涨。1994～2001 年有 193 个交易日，S&P 500 期货从开盘到上午 11 点之间是上涨的，从上午 11 点到下午 1 点这段时间是下跌的。从下午 1 点到收盘，行情会上涨 0.2%，最多会有一半的波动率。

警惕市场周期变化的影响

在赛场上：在比赛中，对手会调整自己的策略。在网球比赛中，如果你打出一个球后就站回到场地边上，对手会以为你将一直那样做，所以你如果在网前击球，一定会出其不意。（但如果比赛中你一直处于领先地位，就不要做这种变化。）

在股市中：与大盘走势保持一致会赚到钱，但一段时间之后，就要做好行情逆转的准备。在像我这样逆着大盘走势进行投资的人走运一段时间之后，也得准备采取和大盘走势保持一致的投资策略。根据 20 世纪 90 年代我做的一次调查，跟着大盘走势的基金与逆着大盘走势的基金在这个月赚钱，下个月就会赔钱。它们之间的业绩平均差异为 4%。

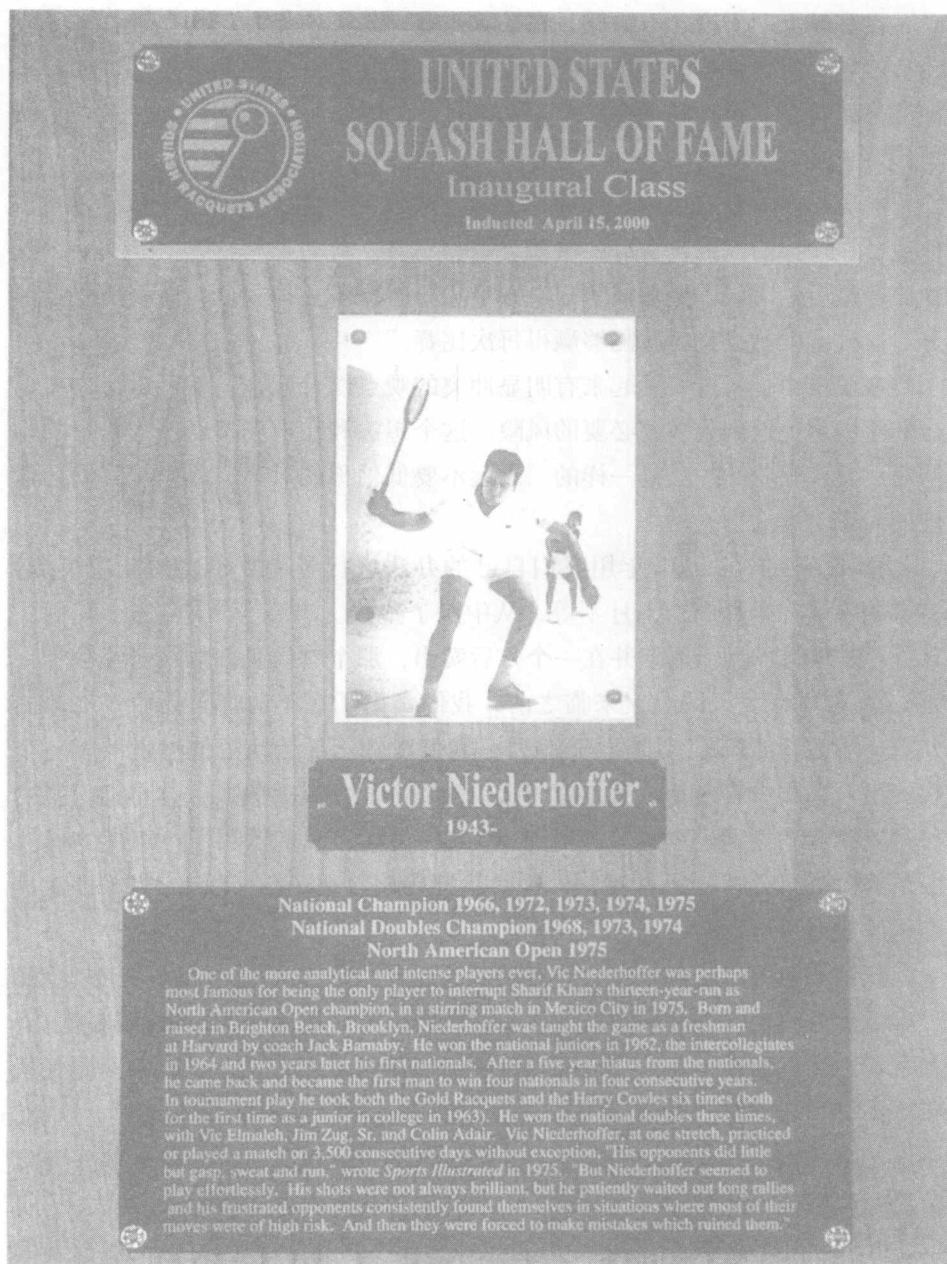


把握节奏

在赛场上：比赛伊始，对手还没有完全进入状态之前，慢速的下坠球很管用。但临近比赛结束时，对手的步伐灵活了很多，所以这个时候击球的速度和力度都要比开始时大。

在股市中：月初或年初逆着大盘走势投资比较奏效，但是到了月末或者年末，投资者对这种做法就要警惕了。从 1989 年底到 2000 年，S&P 500 期货在每年的前 11 个月都是上涨的，第 12 个月开始下跌，在这些年中平均跌幅是 4%。如果前 11 个月中行情是下跌的，那么 12 月份行情变动幅度会是 2%。然而每年初，行业走势会出现逆转，因为这个时候，那些专业人士会再一次聚集在一起，重新分配上一年中从投资大众那里轻松得来的钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“他的击球并不总是很漂亮，但他拥有足够的耐心……”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比赛结束的时候

在赛场上：不论什么时候，在壁球比赛中处于领先时，我都想着比分对我很不利。比赛快要结束的时候，我会使出比开始时多两倍的力量，把每个球都打得又狠又快。对手在那个时刻都是抱着背水一战的心理，会竭尽全力抓住每个机会。

前奥运会击剑冠军杰米·梅尔彻现在在曼哈顿经营纽约对冲基金公司。他说，在输掉前面的比赛后，他就会变得急躁。经过磨炼之后，他说："我到比赛最后的时候，会加强防守，心里想着争取不丢掉一分，而不是想着得分。这种态度的变化使我能够赢得每次比赛。"

在股市中：将这些看起来有明显冲突的观点综合起来，就可以让你在走运的时候避免遭到过多不必要的风险。这个想法和在市场上经历一轮好的行情之后就该收获的想法是一样的。永远不要低估你的对手，市场是我们最强硬的对手。

我和劳雷尔在 2001 年用我们自己的办法进行了为数不多的几次投资，持有期限从一个月到三个月不等，从中赚了些钱。2000 年 11 月末，我们买入一组被低估的网络股票并在一个月后卖出，那个时候我们的钱已经翻了一番。在 2001 年夏天的股灾来临之前，我们卖出了在年初曾向投资者推荐的几只行情活跃的股票。2001 年 11 月，我们以低于 5 美元的价格卖出了一个投资组合，其中有些是价值线公司给予相当高的评级的股票，持有期间我们每月的收益率达到了 20%。2001 年 12 月一开始，我们购买了一组生物科技股票的投资组合，获利达 21%，这些股票我们曾在 2001 年 10 月 25 日通过专栏内容向投资者推荐过。

获利了解可能也有缺点。正如已经提到的，我们中的大部分人都发现，很难做出买和卖两方面都能抓住市场时机的决策，而这样的决策能超越我们的平均预期。如果研究人员根据以前股票价格的随机变化，正确地预测到某年行情将上涨 10%，而那个时候你没有入市，所以也不能从中获利。然而，不论怎么样，在等待市场中出现下一个赚钱的好时机的过程中，采取一些防范措施都是很明智的做法。阿瑟·比斯戈尔喜欢说："一定要先发制人。"所以，我们很高兴地接受 20% 的短期收益，而不考虑学术上关于长期投资的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章

讨价还价的艺术

握手之后就是争吵，争吵之后是侮辱，侮辱之后就是粗野无礼和更多的侮辱、争吵和握手，直至达成交易。

——约瑟夫·德拉维加，《乱中之乱》，
描述了1688年的阿姆斯特丹交易所

交易者们！

- 你是否总是高买低卖？
- 你是否经常在每笔交易结束后的5分钟就后悔？
- 你是不是也曾经好奇，为什么你买入股票的平均价格总是比整个交易日的平均买入价格高，而你卖出股票的平均价格总是比整个交易日的平均卖出价格低？
- 你是不是发现，有很多交易你最初的时候感觉胜券在握，可是结果却往往带给你很大的损失？
- 你是不是也曾经在某个交易日结束或某一周结束的时候，高举双臂大喊：“去死吧，经纪人！”

如果以上的问题你有两个或两个以上的答案是肯定的话，那么请接着往下看。这说明你应该到肯纳霍夫谈判学校（Kennerhoffer School of Bargaining）去学习学习了。

在生活中，我们经历的每件事情几乎都是交易，都离不开讨价还价。当一个人想要从另一个人那里获取某种利益的时候，交易就开始了。双方面对面，开始了一个能够达成令双方都可以接受的结果的过程。

在进行任何形式的磋商时，最关键的是要让对方比你更急切地想要达成交易。最完美的例子莫过于19世纪时杰伊·古尔德这样的经纪人在囤积股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票时所展示的技巧。要想做到这一点，投资者们就要保持冷静的头脑，而这又要求对新闻媒体发布的信息进行甄别和慎重对待，而不是一味地盲从。市场中的操纵者总是在行情最高的时候抛出手中的股票，而投资大众则手持价格大跌的股票，一败涂地。今天，信息都是通过电子手段在市场中传播的，交易商们能够轻易地运用欺诈手段在为自己谋取利益的同时，最终又与投资者达成一致的意见。

为了掌握讨价还价的本质所在，肯纳霍夫谈判学校的工作人员专程坐火车去费城的沃顿商学院拜访了理查德·谢尔教授，他是经理人谈判事务所的董事。谢尔介绍了人们在谈判过程中出现的普遍错误：

- 说得多听得少。
- 目标不明确。
- 总是尽力降低风险而不是尽可能多争取机会。
- 认为讨价还价是不道德的。

同时，他还给出了以下建议：

- 要主动、礼貌地向对方发问，争取一个更好的价格。
- 在日常生活中，练习讨价还价的能力。
- 在磋商过程中要学会运用潜台词，这样就可以理解对手话中的含义，并且采取主动。

他说，从实际情况来看，磋商时犯的第一个错误就是首先报出价格。第二个易犯的错误就是不假思索，满口应承下来。为了说明这一点，谢尔举了一个墨西哥被绑架的商人的故事。商人被绑架后，绑匪向其家人勒索 100 万美元的赎金。该商人的家人答应后，双方进行了交换，但是绑匪随后又马上绑架了这个商人，又索取 100 万美元的赎金。这一次，其家人聘请了一位专业的谈判代表，这位代表与绑匪谈判请求将赎金减至 25 万美元。最后，绑匪同意接受 25 万美元将商人放出来。

“人们在进行磋商时总是表现得很急切，当他们给出一个条件，而对方立即答应下来的时候，最先开价的一方总是感到后悔。”谢尔说，“如果磋商过程很顺利，即使是一桩很糟糕的交易，人们也会觉得很满意，而如果磋商过程不顺利，即便交易很成功，人们也会觉得很不满意。”

如果交易达成后，不能履行约定的话，对方的担心会让情况变得更糟糕，这意味着你要进行一种平衡，因为违约的损失不仅仅是物质上的，而且还有信誉和声望的损失。在证券市场上，交易者要时刻牢记：股票的行情变动不过是想吸引潜在的投资者进入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1987 年 10 月的股灾过后，谢尔的父亲从弗吉尼亚军事学院领导人的位置上退下来回到家乡，开始从事证券投资。他观察了市场中人们惊慌地纷纷抛售股票的情况后得出结论，形势并没有他曾经在战争和经济衰退中经历过的危机更糟糕，他冷静地向经纪人发出买入指令。作为一个买入股票并持有的投资者，在市场行情复苏并不断上涨的时候，他的收益颇丰。

谢尔教授指出，在证券市场上进行投机活动的核心，在于"有明确的目标，对市场有很好的理解和定位，在别人犹豫不决的时候要当机立断"。

谢尔经常看到相反的情况，一些突发事件的发生让投资者不断遭受损失，而这个时候投资者往往不能为自己争取最大的利益。一个拍卖面值为 5 美元的钞票的例子可以说明这一点。一群人有机会通过竞价得到一张面值 5 美元的钞票。一开始，底价可能是 10 美分。当叫价升到 4.99 美元或者 5 美元的时候，可能只剩下两个人了，而通常最后的成交价格是 12 美元。"双方都不想放弃，所以就会不理性地叫出更高的价格。"

这也是我们在肯纳霍夫谈判学校学到的第一课。

降低成本

维克多以前的合伙人史蒂夫·威士登在买汽车的时候用了以下的技巧。"很多年前，我得知和汽车经销商打交道时，杀价的办法就是要让自己看起来很穷，装做不经意或者是不懂行地大幅度往下砍价。这样会让经销商以比成本价高不出多少的价钱卖给你，因为他以为可以以高利率向你提供贷款来赚你的钱。那么，第二天你可以穿着体面的衣服，用现金而不是支票来购买汽车。"

史蒂夫的这个方法可以直接用于证券市场的交易，乔治·索罗斯用一种与此相似的方法成功地赚到了大钱，而据他自己说，他从来没有在市场投资中赚到过大钱。以前维克多在索罗斯公司任职的时候，索罗斯为自己犯下的每一个错误都深感惋惜。每年的年末，在每年一度的网球比赛上，维克多都会问他："情况到底有多糟糕?"索罗斯都会羞涩地笑一笑，低声咕哝一些诸如"哦，我们比去年的业绩提高了 87%"这样的话。

坦率地讲，维克多也从来没有对自己进行的交易满意过。如果在特定的某一天，维克多赚了不少钱，那也是从来都不够的，他必须花更大的力气做好每一笔交易。而如果他赔钱，情形就更糟糕，因为他有 6 个孩子要抚养。

关键在于，你赔钱或者不顺的时候要让对手知道。他们可能会在以后放你一马，目的是为了让你能够继续参与竞争。更重要的是，如果他们觉得你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很富有，他们可能抑制不住人类共有的本性，会想尽办法窃取你的财富。

有人曾经问20世纪60年代的世界首富盖蒂（J. Paul Getty）为什么要在伦敦的家里安装一部投币式电话。他回答说商人赚来的钱在支付欠供货商的货款、雇员的薪水、缴纳各项税金和利息之后，剩余的已经不多了。如果他养成每笔交易都多付10美分的习惯，他将会很快破产。不但他会失去一切，成千上万的工人和供货商也会失业。和大多数人一样，盖蒂发现他在工作中养成的习惯到了日常生活中很难有所改变，所以他在处理个人事务的时候也像是在做生意，不乱花一分钱。

当今世界上最富有的人巴菲特、盖茨和索罗斯似乎也是这样的。如果他们发现在从事各项活动的时候养成节俭的习惯很有用，那么这种习惯对我们这些普通人来讲也是很有益处的。

在进行证券交易的时候，人们最易犯的最大的错误就是为收到的每1美元多支付10美分或者25美分的成本。这种情况多次地反复，代价是很大的，维克多的公司里就有某些经理亏了100%的本钱，而这些经理进行的交易却总是有很高的利润——在支付佣金和买卖价差之前，原因就在于那些经理没能把握好市场，没有管理好自己的资金。他们收入1美元，付出的却是1.1美元。如果他们交易很频繁的话，到了年末，多支付的成本是很高额的，而不幸的是，大多数人都会这样做。

维克多在过去相当长的时间里是一个很活跃的交易者。在那期间，据他自己估计，他进行了五十多万次成功的交易，却从来没有在市价的价位上买入或者卖出过任何股票。他总是以低于市价的价位买入，高于市价的价位卖出。试试看，尤其是在通过电子市场进行交易时，看看你是否能以更好的感觉开始。

找准时机和目标

当你碰到汽车经销商正好想要完成当月的销售任务，或者想要获得厂家的奖励而很急切地推销时，你就能以更低的价格买到汽车。我们这代人中最成功的投资者P先生爽快地向读者介绍了他独家发明的以低价买到汽车的办法。他一直等到圣诞前夕下午5点，然后走进汽车经销商的展示厅：

“今天晚上你一定会很疲惫。”（如何切入对话是个关键。）

“不，事实上，你是我接待的第一位顾客。”（推销员一开始就处于下风了。）

“那一款银色的最优惠价是多少？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"45 000 美元。"

"哦，不，我想我最多出 35 000 美元。"（说着就向门口走去。）

"等一等，今天我还没开张呢，35 000 美元卖给你了。"

"太好了，我需要立即提货，因为这是我妻子一直想要的汽车，我想在今天晚上给她一个惊喜。"（推销员事先并不知道 P 先生愿意以全款买下这辆汽车。）

在证券市场上也常常出现类似的机会。债券在月末或期货合同快要到期的时候，价格一般不会上涨。

以上的例子说明了理论上行不通的两个有关交易谈判的基本规律。当买卖双方还有通过努力协商达成交易的余地时，谁将会在谈判中得到实惠？当然是那些表现得更耐心、愿意承受交易失败所带来的风险的人。在力争降低成本、等候最佳交易时机的过程中，你的对手可能会变得越来越不耐烦，这样你就可以大获全胜。这时不要喜形于色、得意扬扬，而是要表现出在谈判过程中犯了错误并想要反悔的样子。这些规则在很多权威的谈判书里也有探讨。

在我们撰写专栏的过程中，编辑总是让我们告诉读者接下来应该买入什么样的股票。从我们在前面的内容里学到的第一个教训来看，这样做是错误的。我们常常觉得自己在扮演克努特国王的角色。克努特国王是 1 000 年前斯堪的纳维亚人的征服者，他统治下的贵族们面临颗粒无收的年景，请求他用自己的强大力量改变这个局面。克努特拒绝了他们，因为他认为虽然他征服了英格兰，可是这并不意味着他是无所不能的，但是这些贵族不听他的解释。所以他来到海边，命令潮水退去。当波浪打湿他双脚的时候，那些贵族才相信了他。

就像我们拥有克努特的智慧和决心一样，编辑要求我们改善投资者面临的困境，因此我们以 IBM 为例，说明进行讨价还价技巧的实际应用。之所以选择像 IBM 这样业绩好、行情表现好的股票，是因为大部分相互竞争的做市商在不停地买入这只股票，结果就是买卖价格之间的价差非常小，可能只有 1 美分。买入和卖出这样的股票可以最小化投资者付出的多余成本，我们在前面提到过，成本是投资者不可避免的负担。

当你在 IBM 的股票下跌 3% 的那一天，在快要收盘的时候买入并持有观望两天，情形会怎样？当然，这种情况很少发生，但是无论是从实际操作还是单纯从统计角度来讲，在过去的 10 年中，类似情况发生的次数足以让我们在这里给出很多例子。

事实上，IBM 股票下跌 3% 的情况每个月至少有一次。从表 15. 1 可以看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出，你每年买卖 IBM 股票的次数以及可以期望得到的收益。

表 15.1 IBM 股价大跌之后每次交易的平均利润率

IBM 交易	下跌 3% 之后	下跌 5% 之后
两天后的变化率	0.6%	1.6%
大约发生的次数	每月一次	每季度一次

来源：尼德霍夫投资公司

从表中可以看出，IBM 的股票在下跌 3% 两天之后会上涨 0.6%，在下跌 5% 两天之后会上涨 1.6%。损失的概率是 1/3，这种波动性发生机会变差的概率只有五百分之一。

一年之中，在 8 ~ 12 个月的时间里，两天就有 0.6% 的收益虽然不能让人成为盖蒂，但起码是一个好的开始。不用太长的时间，你就能挣到可观的钱——至少足够支付你下次去肯纳霍夫谈判学校学习的费用，尤其是在学校免费之后。好了，关注交易成本、保持耐心的好处已经一目了然，这样进行投资可以让你不那么急功近利。

保持悲哀的表情

有人问贝多芬日子过得怎么样时，贝多芬总是会回答说，“我过着一个穷音乐家可能过上的最好的日子。”

——诺曼·莱布雷希特，《音乐逸事》

维克多的朋友兼顾问史蒂夫在买东西的时候，有一个以不变应万变的方法，可以在任何情况下生效。他总是面带悲伤的表情，看着对方的眼睛，叹息着说：“看，我们都是虔诚地信奉上帝的人。你打算赚多少？”或者“这东西最低价是多少？”

记住，最重要的一点是，你没有必要先给对方开出一个价。

我们一位从事投资的朋友邓肯·库克曾经有机会和真正的高手讨价还价。他说在那个过程中，遇到的最大挑战就是在开始的时候给出尽可能低的价格。

“我经常想，如果一开始给的价太低，会触犯销售人员，但事实并不是这样的。”库克说，“有一次，我在土耳其想买毯子，我开始说的价格是我愿意支付的一半。经过几个回合，最终我们各让一步，他降了些，我提了提，成交。但是后来，我在土耳其的一个朋友告诉我，最开始的时候我应该给出我愿意支付的价格的 1/10，这样做才是最有利的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

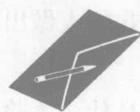
不要担心会激怒销售者，同样，在证券市场上，也不要担心会激怒做市商。毕竟，即便是赔钱卖，也有利于销售者处理过多的存货，进行资金周转，20世纪70年代的经济学家N·格里高利·曼昆在《微观经济学原理》一书中就是这样说的。

信息是有价值的

库克的事例告诉我们，并不是每个人都掌握能帮助他进行决策的所有信息。信息是稀缺的，获取信息会导致成本增加，包括为投资顾问提供的服务费用，以及看书或者为了多获取几个汽车的报价而花费的时间成本。

讨价还价受到了乔治·施蒂格勒的关注，他于1961年以此为课题写了论文，并于1982年获得了诺贝尔经济学奖。从结论上来看，施蒂格勒的理论就是消费者在获取信息的预期边际收益等于或低于为获取信息而付出的边际成本时，信息能为消费者带来的收益。比如说，你去一家汽车经销商那里所用的时间成本加上交通费用是100美元，把你每去一家汽车经销商那里得到的报价低于第一家的报价的幅度进行比较，当最后两次的降价幅度平均起来低于100美元的时候，就不要再继续询价了。

施蒂格勒的论文引发了经济学界持续数十年对信息作用的研究高潮。2001年，信息不对称理论为三位经济学家赢得了诺贝尔经济学奖。利用这个理论，我们买入生物科技股票，获得了20%的利润，因为这些上市公司的董事和经理纷纷从内部购买自己的股票。于是我们推断，他们一定从内部获取了能够获得美国食品及药品管理局认证许可的消息。



乔治·施蒂格勒的儿子史蒂芬·M·施蒂格勒也是我们的朋友兼顾问。我们问他，他父亲有关讨价还价的实用技术对他是否有帮助。他写信给我们说，上次他买车的时候，采取了一个非常有用的策略，就是带上老婆孩子一起去。“买的时候，我儿子和他们讨价还价，如果他们不肯降价，我儿子就做出一副要走的样子，我老婆和女儿负责挑选车型和颜色，我负责买单，但是得经过我儿子的允许。那些销售人员和经理等，不知道到底要把车卖给谁。我们买了车要离开的时候，他们还在不停地咕哝。”

性别和讨价还价是两回事

维克多公司的交易员帕特里克·博伊尔以前经营过旅馆，他说即使是半

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个旅馆都空着，他也不会对顾客说有一个以上的房间可供挑选。他一开始开出的价格总是比他认为顾客能够接受的价格要高。“有时候，顾客接受我给出的价格，而且，即使他们不愿意，如果我做出让步，他们觉得价格低了，也会感到很高兴。”博伊尔说，“通常的情况是，他们住的是一样的房间，但是有人付 40 美元，有人付 400 美元。”

“人们容易犯的最大错误就是在旅馆生意最好的季节来，并显得很急切地说，‘这里有房间吧？’在这种情况下，我当然会每天都多收他 75 美元的房钱。另一个比较易犯的错误是一个年轻小伙子带着新交的女朋友进来。他当然不会在异性面前为了图便宜而讨价还价，这个时候你就是多收他 100 美元他也不会吭声。”

博伊尔还利用整十、整百、整千等整数来赚钱，这些数字比较受证券交易商的欢迎。“通常人们在找地方住的时候，心里已经想好了可以接受的价格，比如一晚上 200 美元。如果你把房价稍微抬得比 200 美元的整价高一些，就可以多赚一些钱，因为人们会欣然接受 210 美元一晚的价格，而不再愿意开着车四处找下去。”

上述经验包括价格的灵活性、不要显得太急切以及对特殊数字的利用，它们都可以运用到证券投资上面来。

“重要的是，”博伊尔总结说，“态度要一贯友好。没有人会对他们不喜欢的人做出让步。”

记住，现在是一个自由的社会，为争取最可能低的价格而讨价还价并不是什么丢脸的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章
生物科技革命中一位和蔼的傻瓜

操纵生物基因密码的能力催生了史无前例的行业向心力，农场主、医生、制药商、计算机和通信公司、能源公司以及许多其他商业企业都被这一据说是世界上最大的产业所吸引。

——胡安·恩里克斯和雷·A·戈德堡，《哈佛商业评论》

维克多10岁的女儿基拉说：

“爸爸，给我讲一个故事吧。讲一个伟大英雄的故事，说一说他们今天怎么样了。”

“好。你在学校一直听到神话中的英雄事迹：宙斯之子珀尔修斯用什么方法砍下女妖美杜沙的头，特修斯是如何杀死牛头人的，杰森是怎么样得到金羊毛的。杰森为了从爱提司国王（King Aetes）那里得到金羊毛，不得不像个魔鬼那样工作。”

“对啊。首先他不得不建造‘阿格号’（Argo，杰森求取金羊毛所乘之船），上面配了50支桨。接着他还得召集赫拉克勒斯和其他49名勇士。然后，他还要闯过水中女仙、鸟身女妖、喷火的牛、从龙齿里跳出来的武士、龙本身、爱提司国王的追兵、美狄亚的哥哥、海妖塞壬、扔石头的怪物等难关。最后，他回来时，却亲眼看到父母被杀害，痛苦得心都要碎了。”

“爸爸，他得到了什么？并没有什么啊！”

“是的，杰森最后变得一无所有又无家可归。而且有一天，他回去再一次看‘阿格号’时……”

“船桅倒下来，砸在他的头上，把他砸死了。好在我们现在不用经历这么多困难，当你做出英雄般的壮举的时候，总会有回报，而不是被杀死。”

“不，恰恰相反。有一件事比杰森想要得到金羊毛还要困难，那就是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家生物科技公司从政府部门获得生产某种产品的许可。听起来很让人沮丧，因为生物学家目前掌握的有关分子的有效性及其副作用的知识比以往任何时候都多。他们每年投入500亿美元的经费去研究开发新的药物，并且已经为3万种药物申请了专利保护。如果他们要获得专利，就要证明新发明出来的药物是合格的，做这项工作，要翻阅以前的资料，同时进行一些基础性的研究。每年大约有1 500～2 000种新药都要经过这么一个过程，接下来就被用于临床试验。

“听起来很艰难，有点像杰森为了得到金羊毛而不得不做的。”基拉说。

“比喻得好！你经常听到第一阶段、第二阶段、第三阶段的研究就是指这个。”

“研究生产新药物的成本有多少呢？”

“哦，这个问题，就以波士顿的塔夫茨大学为例吧，这是你的牙医曾经就读的地方，那里有一个中心专门研究开发新的药品。这个中心目前的预算是准备用18年的时间，投入8亿美元的资金来获得美国食品及药品管理局（FDA）对一种药物的许可。”

“爸爸，我有一个问题。如果他们每年研制出来2 000种新药，有多少新药能最终通过试验呢？”

“这个问题问得好！百里挑一吧，每年大约有15～20种药物能最终通过试验，概率并不高。”

“当他们获得许可认证的时候，是不是会有很多回报？”

“哦，那当然了。他们将在自己的研究方面独领风骚，而且更有利的是他们无须担心别人会通过他们原来那样的途径进入这一领域，因为他们不可能有这么多钱而且也没有时间。”

我认识这个疯狂的家伙……

罗杰·朗曼：你可能不相信，但是我认识这个家伙，他是美国康涅狄格州一个有钱的交易商。他曾经在哈佛读书，在芝加哥大学获得经济学博士学位。但是他认为FDA应该被取消。

大药品公司：你是在谋杀我。

朗曼：是真的，他到处都这么说。他领导着一个有点激进的组织。他们开会，喊口号，你能想象，都是一些煽动性的话。“FDA抑制了创新。”“大型医药公司排斥小企业。”“每年FDA不允许新药上市的代价是10万条生命。”“如果软件也归FDA管的话，那么它不会允许Windows系统的生产发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行。”就是一些诸如此类的话。

大药品公司：人们喜欢那样，没有人会在意的。而且每个人都知道 FDA 的宗旨就是保护人们，以免生出受某些物质的伤害而长着鳍状肢的婴儿。

朗曼：他在网络上跟一些商学院的家伙谈论这些事情，而且写了一本有关证券交易方面的书并且赢得了一帮追随者。

大药品公司：哦，或许他还能游说智利取消国内的药物管制呢。当那些人看到有的母亲服用沙利度胺（thalidomide，一种镇静剂，孕妇服用可能生出怪胎，已禁用）而生出不正常的孩子时，会说些什么？

朗曼：他又说 FDA 也不应该直到今天还允许企业生产阿司匹林，因为这种药也会导致婴儿畸形。而且他又接着说 FDA 也不应该允许任何人做广告，说服用阿司匹林可以减少 40% 的心脏病发作率。事实上，人们欢迎这种人的存在，你明白我在说什么吗？

老式的第二阶段

罗杰和维克多在药物管制问题上虽然针锋相对，但是他们是很好的朋友，彼此欣赏。无论什么时候，他们一见面，维克多就把胳膊抱在胸前，“罗杰，让我们做和蔼的傻瓜，”他说，“你最近在和大药品公司的谈话中是不是提到过我啊？”

罗杰立马会接着说：“啊，维克多，事情不是这样的。只不过你需要认识到，FDA 许可一种新药上市要花上 20 年的时间，并没有谁要求它这么做，而医药公司和 FDA 这么做的唯一目的是确保药物对人是安全的。”

他们的表现是任何一个全身心投入某一领域的人为了捍卫自己的立场都会有的表现，不论是在工业领域还是政治文化领域，抑或是某一种职业。罗杰从事编辑工作，还是 Windhover Information 咨询公司的执行合伙人，这家公司主要出版发行广受尊敬的而且是药物行业的风险资本家必读的一系列刊物。前面那段对话中出现的“大药品公司”实际上是一个人，是一家大型制药公司的高级管理人员，在此我们隐去了他的真名。

学习交易方法的学徒

“维克多，有你的一封挂号信。”

“不是又一封想要和我们争论问题的信吧？”

办公室经理罗布把信递给我。“不，这封信来自那位来应聘的中国人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你以他不了解美国证券市场为由而回绝了他。”

“他想要干什么？还想再争取？”

“他在信中说，他看了你图书馆里19世纪证券投资方面的书，得知华尔街以前的投机客都是从学徒开始做起的。他们免费做一些辅助性工作，等到他们能证明自己在这方面的工作能力以后，才会得到机会进行交易，他想帮你做那些琐碎的工作。他在信里留了他的电子邮箱。”

我在电脑屏幕上敲下他的地址。“让我们开始吧。”我写道，接着点击“发送”键，把信发给了张世。

几天后张世出现在交易大厅的门口。

我交给张世的第一项工作，是让他把罗素2000保健股指数（Russell 2000 Health Care Index）下150家公司的股票在5年内每个月的价格情况根据前两个月的内部交易水平进行整理。

结果张世是一个不可多得的助手，他的生物科技知识和其他诸多贡献贯穿这本书的始终。而且，他来了几个星期之后，他在德国债券市场上的48次交易有46次成功，其他的交易人员排成一行，一齐向他鞠躬，不顾他强烈的反对，称他为“大师”。

无形的受害者

证券价格研究中心原负责人之一吉姆·洛里在35年前对芝加哥的一所中学讲话。维克多在和他们进行第一次壁球比赛之前，在这个班进行了旁听。

“孩子们，每个研究过FDA工作的经济学家都认为，如果FDA提高认证的效率，对社会更有利。正如乔治·施蒂格勒说的那样，行业内设置的这些规则就是要维护整个行业的利益。FDA则抬高了药物研究的成本并延迟了许可的程序，由此，也降低了新的有效药物的供给。”

“但是安全、消费者保护和完全信息又怎么保障呢？”一个学生问道。

“是的，这些因素都要考虑，但也要注意以什么样的代价来达到这些目的。”洛里说，“人们必须在成本和收益之间进行权衡。让我们来看一个图表，上面显示了如果FDA以有益或有害为标准来允许或禁止某种药物的生产结果是怎么样的。”

他用粉笔把表16.1画在黑板上。

“FDA的工作人员很清楚，如果他们许可一种有害的药物上市，将会受到惩罚（第一种类型错误），但是如果他们禁止一种有益的药物上市，就不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会受到惩罚（第二种类型错误）。”洛里说，“如果一种有害的药物被允许在市场上出售，那么它所导致的危害是可以被识别的，而且还有可能出现在奥普拉的脱口秀上。但是如果有益的药物被禁止生产，受害者是未知的，即使从抽象的角度也不会被注意到。那么，有没有人认为FDA过分强调要避免第一种类型的错误发生，而没有充分意识到要避免第二种错误发生？”

“FDA的审批程序造成药物开发生产的延迟，并且在识别有益的药物方面做得很不够，导致许多人的生命因此而逝去。但是从FDA的立场来看，如果一不小心让一种有害的药物成为漏网之鱼，这样的结果会更严重。他们总是说，经济学家不可能在所有的事情上都达成共识。但是每个经济学家在研究了FDA之后都得出相同的结论：FDA需要提高审批程序的效率。经济学家在这一问题上也有相同的看法。”

“人们必须在萨利多胺可能造成灾难与阿司匹林和盘尼西林会带来福音之间做出权衡，前者在现在的美国绝对不会通过FDA的审查，但是后者在FDA现行的体制下，也有可能得不到获准生产的许可。”洛里总结说，“FDA错误地强调要尽最大可能减少第一种错误，但忽视第二种错误会导致每年有5万人因此而死亡，这还是最保守的估计。”

在距离游戏结束还有三分钟的时候，洛里结束了讲话：“从亚当·斯密到萨姆·佩兹曼再到米尔顿·弗里德曼，每个做过研究的经济学家都认为用来矫正市场错误的措施所造成的损失甚于错误本身。在我们目前的药物审批体制下，没有什么比这更有害，更悲惨。”

表16.1 FDA的决策

		有益药物	有害药物
FDA审查者	通过审查	正确决定	第一种错误
	没有通过	第二种错误	正确决定

从洛里的讲话至今，情况没有任何改善。我发现了许多这样的例子：

磺胺甲嘧啶（Septra）：FDA在批准这种抗病毒药的生产时用了整整5年，比欧洲多用了3年。诺贝尔奖获得者乔治·希金斯估计这5年时间的代价是8万人的生命。

β－受体阻滞药（Beta Blockers）：该药主要用于治疗高血压和心脏疾病，FDA因其会引发癌症而禁止其面市达8年之久。同时，根据塔夫茨大学的路易斯·拉萨哥纳博士估计，有11.9万患者如果服用该药物，就有可能得到更好的疗效，避免死亡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

氯氮平片（Clozaril）：根据《新英格兰医学杂志》中的有关资料，精神分裂症患者中有30%～50%使用其他药物进行治疗没有效果，氯氮平片对这部分患者则十分有效。氯氮平片的疗效在1979年被发现，而美国直到1990年才准许在美国生产出售。药物生产公司认为FDA之所以不批准，是因为服用该药物的患者会有1%的人出现一些血液方面的小问题，结果有大约25万患者遭受不必要的折磨。

洛伐他汀（Mevacor）：这是一种用于降低胆固醇的药物，可以降低55%的心脏病死亡率。洛伐他汀在欧洲1989年就使用了，而美国直到1992年才允许该种药出售。FDA的阻碍导致多达1 000人在此期间死于心脏病。

灭活甲肝疫苗（Havrix）：这是预防甲型肝炎的第一种疫苗，欧洲和其他四十多个国家比美国早3年允许它用于肝炎的预防治疗。

白细胞间介素-2（Interleukin-2）：欧洲的有关机构在1989年就许可该药用于肾癌的治疗。3年后，该药物才在美国获得许可。而在此期间，3 500名患有此病、本来可以得到救治的病人逝去。

磨　炼

维克多用洛里的直白方式告诉女儿，生物科技公司得到"金羊毛"的过程充满了许许多多风险。一种新产品的问世需要研究开发人员、生产人员、科学家、医生、顾问和政府人员等的参与。《福布斯ASAP》杂志的编辑迈克尔·S·马隆在ABC新闻网站（ABCNEWS. com）上报道了有关新药从研制到生产再到获准出售过程中的几个关键环节：

> 两年前，我为一本杂志写一份报道，碰巧有机会对一家生物科技企业向FDA为一种治疗心脏病的新药申请最终许可的过程进行了跟踪报道。从我开始成为新闻记者到目前为止的职业生涯中，我目睹过一种新产品的设计团队为了将产品推向市场而付出的汗水和努力。我也看到过CEO们因为公司季度收入不尽如人意而被有影响力的分析师做出的股票评价弄得焦头烂额。我也曾看到一家濒临破产的公司的董事长，在争取愤怒的股东同意和另一家公司合并的努力失败时几乎瘫倒的情景。
>
> 但我对FDA的执法机构一无所知。我所跟踪报道的那家公司用了两年的时间对药物进行检测，接着又用了数周的时间准备向FDA递交申请材料。然后，公司所有的高层管理人员都要在马里兰州的贝塞斯达附近的旅馆住下，在旅馆的会议室成立一个信息中心，又用了4天的时间反复检查资料，前前后后修改了6遍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在等候结果的过程中，这些管理人员返回公司，整个公司都凝固了，因为公司股票的价值和公司未来的销售前景如何，全都依赖于FDA会议召开的情形。

听证会本身对于公司来说也是一场噩梦：出席的人都很苛刻，而且由医生组成的工作小组中每个人都有各自的偏见和看法。在最后投票表决前的8个小时真是令人不安……

投票结果，该药物以一票之险获得了通过。在场的人都欢呼起来，互相拥抱表示祝贺。出席的人接着都回去参加一个大型的公司宴会。而几天后他们得知，原来投赞成票的一位医生又改变了主意……

消息一传出，公司股票下跌、人心涣散。在这样的打击之下，公司要用好几个月的时间才能恢复过来，从头再来。现在，公司正在努力重新站起来。

谁会愚蠢到去购买承受着如此风险的公司发行的股票呢？让人惊奇的是，无数投资者愿意分享这些公司所面临的一切风险。他们表现出的难得的精神可能和350年前在美国冒着相同的风险为一家新成立的公司提供资金支持的荷兰企业家的精神很相像。当然，投资者购买这类股票的动机还在于，当药物的研发者让人们认识到生物科技是21世纪最具突破性的行业时，可能会获得丰厚的投机收益。

然而，更让人吃惊的是，面临着众多风险的生物科技企业里的高层管理人员也认为这类股票的市场行情会看涨，而买入自己公司的股票。推测起来，这些管理人员买入股票的原因不仅仅在于对公司获取许可的乐观估计，动机之一还在于信息。生物科技企业花费了10年的时间和8亿美元的成本之后，其领导人必须搞清楚大医药公司是否有可能帮助他们获得最终的许可。他们还要从科学家和医生那里弄清楚药物用于治疗的程序。他们聘请的有着广泛社会关系的咨询师也必须向他们曾就职的FDA打探消息。

从信息不对称中获利

2001年乔治·阿克洛夫、迈克尔·斯宾塞和约瑟芬·斯蒂格利茨因为在研究上述类似情形方面的贡献而获得诺贝尔奖。政治经济学的分支之一是大家都知道的信息经济学，即研究人们在做出购买或者出售的决策时需要多少信息。他们三人研究的领域主要集中在信息不对称方面，信息不对称是指买者和卖者所获取的信息量是不一样的。

阿克洛夫运用了二手车销售的例子。卖者清楚二手车的好坏，而如果买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者害怕买到次品而不光顾的话，二手车的价格就会下跌。斯蒂格利茨观察到保险业也有相似的情形，买保险的人比保险公司更清楚地知道意外的灾难给他造成损失的程度，以及他在多大程度上可以避免意外的发生。

像大部分经济学家一样，斯蒂格利茨也热衷于研究不完全竞争和信息不对称是如何导致资源配置的扭曲的，以他的观点来看，这种扭曲只有通过政府干预才能得到矫正。事实上，2001 年的"9·11"事件之后，斯蒂格利茨就突出强调政府应该加强在确保航空安全方面的应有作用。在这里，我们不要再谈论有关竞争和创新的优势会被这样的政府干预窒息，在这里，我们要指出的是，如果政府要求航空公司通过加强安全保卫工作进行竞争的话，我想大家都会乐于多付 15 美元去乘坐一架配备有武装人员的飞机。

现在来看看那些生物科技公司和制药公司的高层管理人员，这些人非常清楚要想获得 FDA 的认证许可有多么困难，却仍然勇气十足地买入自己公司发行的股票。他们这样做是不是因为已经想到了他们公司的产品有可能不被许可？我们想他们应该不会这样做，因为他们的财产相当一部分是以股票期权和他们所持有的股份形式存在的，我们的猜测是他们才不会这么做，把钱白白地扔掉。这些公司的内部购买所透露的信息以及销售状况，在我们看来，和前面提到的销售汽车以及个人买保险的情形很相像。

那就是说，我们不能把内部销售当成应该卖空一家公司股票的信号。我们一般不对单只股票做卖空交易。对于我们来说，利用卖空交易很难超越第九章中提到的平均每年 1 500 000% 的算术收益率。据我们所知，其他人这么做也失败了。

根据公司内部购买的信号进行市场交易同样存在风险。有些高层管理人员在买入自己公司的股票时，公司真正的经营状况并不好，他们也只是在欺骗自己。更糟糕的是，他们买入的同时，不会让公众知道真相。管理人员可以买入很少的股票来创造虚假的交易量，通过把握交易的时机来利用对外信息披露的必有的时滞，甚至可能逃避对外信息披露的义务，就像安然 CEO 肯尼思·莱那样，把出售大部分股份作为"长期计划"的一部分。然而，在公司的资产负债表中，我们却发现内部购买正是公司盈利的信号。

尼德霍夫、肯纳、张世进行的试验

FDA 对想要获得许可的企业的要求相当苛刻，这些要求包括由获得资格的专家在指定的地点进行封闭论证研究。我们对这些苛刻的要求很感兴趣，决定尽可能亲身经历一番。当然，因为我们既没有 8 亿美元去进行完整的双

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盲研究，也不可能花费18年的时间去进行一项决策，因此我们就走捷径，请各方高抬贵手，通融一下。

通常情况下，申请的公司在向FDA递交有关资料时，都要在材料中对该机构在受理过程中的判断力、洞察力和公正性先恭维一番。因此，我们在



材料中也做了相似的表态，恭维FDA在它的权限范围内对申请企业制定的严格标准，这些标准包括，申请认证的药物在做临床试验时，参与试验的患者只能表现出该药物所针对的症状，而且临床试验必须在经过FDA的咨询顾问同意，并在他们监控之下的地点进行。

尽管我们坚信，FDA制定的上述严格标准加上我们没有在此提及的其他标准，导致了无数的人付出生命的代价，我们还是想尽办法，在我们自身的工作中去亲身体验一次FDA的标准，并把得出的结果向读者公布。

我们认为，一定数量的内部购买行为会给投资于生物科技企业股票的投资者带来好处，为了验证这个观点的正确性，在维克多前面提到的实习生张世的帮助下，我们针对罗素2000保健股指在从1996年到2001年的市场表现进行了一次综合的考察。该考察分为三个过程：最初工作的第一阶段，首先对这样一个过程的安全性进行了研究。接着考察了50家公司的股票在2001年的市场表现。结果显示，这些公司的收益超过了20%，比当年罗素2000保健股指的收益率还要高。

检查我们工作的咨询师指出，该结果受2001年一些特殊因素的影响比较大，建议我们对它们在6年间的市场表现做更为彻底的考察。接受该建议后，我们就开始了范围更大的第二阶段的工作。为了和FDA目前对公司提交的材料的要求保持一致，我们征集了1 000个健康的公司作为研究对象，这些公司的共同点就是在两个月期间内可以进行合法的内部交易。我们跟踪观察了在接下来12个月中的变化，以股票价格变动的百分比来衡量。因为我们进行的研究不是严格符合标准程序的双盲研究，所以我们把它与另一个有1 800家公司的一组研究对象进行了比较，这组公司都受到内部销售的不良影响。（这其中的许多公司在单个月份里都曾有过内部交易发生，因此，每个有内部购买和内部销售的公司都被当做是一个单独的研究对象。）

健康和不健康的公司（内部购买者与内部销售者）在6年中的投资交易结果在表16.2中列出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16.2 跟踪生物科技领域的内部交易者

年份	内部购买者的平均收益率（%）	购买者数量	内部销售者的平均收益率（%）	销售者数量
2001	-.34	80	4.9	124
2000	3.1	209	-6.8	480
1999	149.0	197	109.8	278
1998	50.3	207	19.1	280
1997	8.2	140	-5.9	244
1996	30.9	15	20.1	14
收益率加权平均数*	49.2	—	22.6	—
总交易数量		848		1 420

* 注意：收益率加权平均数不是年收益率的中值平均数

第二阶段的研究结果很振奋人心，尽管如此，各年之间的结果变化说明，对于大多数情况来说，真正的结果还是有很大的不确定性。注意，1998年和1999年内部购买和内部销售的收益率的差异分别为30.2个百分点和39个百分点。除了这两年，其他年份的结果相对来说都是随机的。

按照对医疗效果早期进行调查的传统，我们决定亲自做一次实时的调整，结果在CNBC《金钱》栏目进行了报道，从2001年10月25日的那期专栏开始，公布了我们的投资组合中10家内部交易频繁的公司的情况。仅仅在我们的研究结束后的一个月，这些公司的经营状况就改善了，如表16.3所示。

表 16.3 状况的改善

股票	变化率（%）2001.10.25～2001.11.21
Corvas	-0.4
Dyax	64.4
Genelabs	-10.1
Genzyme Transgenics	1.1
Guilford Pharmaceutical	15.6
InKine Pharmaceutical	30.4
Large Scale Biology	45.8
The Medicines Co.	54.2
3-Dimendional Pharmaceuticals	19.9
Triangle Pharmaceuticals	-2.9
平均值	25.1

来源：尼德霍夫投资公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均25%的涨幅让我们赚了不少，随即我们就抛出了我们投资组合中这些公司的股票。



2002年，我们决定再增加一倍的研究对象进行一次研究，来确认上一次的结果。但当时，公司股票的状况非常糟糕，而且没有办法区分造成这种状况的原因到底是由于内部交易，还是由于2002年的巨型市场病毒——觅母。然而我们还是得出结论，我们进行的第一次研究在交易中被称为是“错误的频繁交易”（a false positive）。我们进行的检验得出的结论是，那些服用药物进行治疗的患者比那些没有接受治疗的患者去世的时间要早。事实上，这本书的作者本着科学的态度，为了这本书和自身的财务状况，也亲自参与了研究。可以这么说，这些人的财务状况在2002年因为购买高科技生物公司的股票而损失了50%。（高科技生物公司的股票指数下跌了大约30%。）



这些事实再一次证明了核算的必要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章
收入欺诈

在以前，公司经理人和财务主管留给人的印象，是经常出现在绿蔷薇酒店参加各种重要的会议，而不是像现在这样因参与公司欺诈而被控告。

警察局备案的罪犯更多的不是抢劫银行的罪犯，而是被控告有罪的公司高管们，他们都来自于像阿德菲亚传播公司（Adelphia Communications）、安达信、安然、HomeStore、ImClone、泰科和世通这样的公司。研究这些公司的财务报表的人不是证券分析师而是首席检察官。收入报表比资产负债表还要重要。

但是在21世纪开始的几年里，一切都变了。公司经理人都被大家当成了骗子。鸡尾酒会上，风险资本家也不再是异性追逐的对象。分析师鼓吹市场行情的电视节目被大家一笑了之。

是的，事实确实是这样，现在的投资者练习辨别公司诈骗的技巧比分析研究公司科学管理的原则更重要。对资产负债表的分析研究胜过了对收入报表的分析研究。在资产负债表中，“现金及现金等价物”科目是最能说明问题的。公司可以宣传、争辩、吹嘘收入有多少，但是如果公司报表显示其经营活动没有现金流入，没有为公司带来利润的话，投资者就要小心了。

我们发现投资者在分辨公司收入真假、是否有虚假成分时，如果能给以下4个问题找到答案的话，那么将会很有帮助：

1. 公司曾经对外宣布要回购本公司股票吗？在我们考察的所有期间，公司都是先对外宣布回购股票，然后其业绩才会出来。

2. 公司派发红利吗？至少在20世纪，如果公司可以以现金向股东派发红利，那么就说明公司的长期回报是相当可观的。

3. 公司存货和应收账款状况如何？这两个科目余额减少的话，说明公司业绩不错，反之，就说明公司经营出现问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 公司纳税吗？如果公司盈利很多，那么它在纳税时的表现就应该不错。如果公司向美国国税局（IRS）如实如期纳税的话，那么这就很好地说明公司的收入是真实的。

但是这种方法并不是在所有的时候都灵验。长期来看，派发红利高的公司比派发红利低的公司的业绩要好。但是在20世纪90年代，甚至是最不景气的2002年，派发红利高并不说明什么问题。回购本公司的股票说明该公司有意愿也有资金来让股东分享利润，但是有时候，如果公司将这些钱用于再投资，对于相关的利益方来说，结果可能会更好。应收账款、存货和已付现金税款（cash taxes paid）对投资者来说，可能具有更持久的价值，更能说明公司经营存在的问题，尤其是和回购股票以及红利相结合进行分析的时候。

在本章，我们对这些研究结果一一进行讨论和分析。但是首先，我们将会详细地介绍一些会计方面的知识。读者可以不必僵硬刻板地来理解这部分内容，投资者如果从应计利润中知道现金利润（cash profit）的话，会受益匪浅。

现 金

现金科目位于资产负债表中的第一列。通过分析对比一家公司连续两年的经过审计的现金流量表，投资者可以看出现金是增加了还是减少了。但是那些现金是从哪里来的，又被用在什么地方了？

一般来说，公司经营活动中产生的现金流用来显示公司在经营过程中的收入和支出状况。一家企业要想生存下来，就必须有足够的现金流。如果一家企业的经营活动只有现金流出而没有现金流入，那么经营它还有什么意义呢？

在会计上，用于记载现金增加和减少的记录叫做会计科目。科目左边是借方，右边是贷方，会计上记账的原则是“有借必有贷，借贷必相等”。这就是所谓的复式记账法。

所有的大公司都采用复式记账体系进行会计核算，复式记账法可以反映一笔业务给两个或者两个以上的科目同时带来的影响。例如，假设你购买一箱谷物，那么你的现金就会减少，同时库存谷物增加。资产或费用的增加记入借方，负债或收入的增加记入贷方。

保持借方和贷方相等的基本公式是：

资产 = 负债 + 所有者权益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了保持公式两端相等，左边资产的变化必然会引起右方负债或者所有者权益发生相应的变化。也就是说，任何一个科目借方的增加都会引起另一个科目借方的减少或者是贷方的增加。

如果我们把等式左边的资产分解为现金资产和非现金资产，那么上面的等式就变为：

现金资产 + 非现金资产 = 负债 + 所有者权益

现在我们可以看到，非现金资产的增加会引起现金资产的减少，或者负债的增加。非现金资产的减少必定会引起现金的增加，或者是负债的减少。

通过了解能够引起会计科目增加或减少的是什么交易，一个会计师或者说一个受过教育的读者就可以知道一个企业的现金流和净收入之间的区别何在了。它们都在现金流量表进行记载和汇总。自从 1987 年以来，所有的上市公司都必须在公司年度财务报表和上交至美国证券交易委员会的财务资料中对公司的经营状况进行披露。

表 17.1 是从通用电气在 2000 年度和 2001 年度的财务报表中摘录的几组按照上述我们所说的原则和方法记录的财务数据：

表 17.1　通用电气的部分会计科目

	年末	
	2001（单位：百万美元）	2000（单位：百万美元）
存货	8 565	7 812
应收账款	9 590	9 502
销售收入	125 679	129 417
净收入	13 684	12 735

来源：彭博公司

记住，这只是经过刻意挑选出来的数据，我们没有就这些科目向通用电气质询，因为公司拒绝和我们面谈。然而，注意，在销售收入减少 37 亿美元的情况下，通用电气的净收入竟然还能增加 9.49 亿美元。这是值得表扬的。但是，查看一下财务报表就会发现，在这 9.49 亿美元中，有 7.53 亿美元来自于存货的增加，8 800 万美元来自于应收账款的增加。将这 8.41 亿美元的收入剔除，通用电气的净收入只有 1.08 亿美元。

会计师和分析师就是通过我们刚才对资产和负债科目进行分析时用到的方法来计算企业应计收入与实际收入之间的差额的。我们强调一下，这只是通用电气财务报表的一部分，通用电气公司在 2001 年的现金流实际上是 322

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元，比2000年的227亿美元有所增加。两年的差额可能通过现金流量表上的其他科目反映出来，例如保险责任（insurance liabilities）科目和准备金的增加。因为通用电气和我们并没有太多直接的联系，我们不想对上面的分析中发现的问题进行过多的评论，但是我们可以推测一下，这些科目或许可以解释通用电气在2002年出现的高达47%的盈利下降问题。

回 购

让我们再来看看回购和红利——这是公司将现金返还给股东的两个主要途径。

没有什么比红利派发和股票回购更能反映一家公司的情况。处于成长阶段的公司可能会做出决策，将现金用于扩大投资规模。如果公司认识到内部业务的发展能够带给股东的报酬低于股东自己所能获得的报酬，所有利益相关方就都要谨慎决定是否将多余的现金进行分配。而且，在一个充斥着互不信任和欺诈的投资氛围里，公司将收入在股东间进行分配更能表达出公司的诚意，这是单纯的口头承诺不可比拟的。一个可能向股东分配现金的公司不可能将钱浪费在进行未经充分考虑的合并、建造富丽堂皇的大楼、支付公司经理人额外津贴以及其他的奢侈活动上。

正如我们在CNBC《金钱》专栏的读者保罗·菲尔斯所观察到的："公司可以捏造或者虚报收入，但是如果公司用现金派发红利的话，那么首先公司得有足够的现金。"

20世纪80年代中期，股票回购开始快速增长的同时，有相当比例的公司向股东派发的红利在减少。根据2002年8月《金融杂志》（*Journal of Finance*）上刊登的由莱斯大学（Rice University）的古斯塔沃·格鲁伦和康奈尔大学的罗尼·迈克利所做的研究报告表明，2000年公司派发红利和回购股票的比例相当。

回购有以下三个作用：

1. **预示作用**。通过股票回购，董事会是想要向股东表明，它认为公司股票价值被低估了。

2. **提高收入比率**。在其他条件不变的情况下，股票总数的减少可以提高每股收入和股本回报率。

3. **灵活性**。公司减少或者取消派发红利的决定会让投资者认为公司的经营出现问题，对于公司股票行情是十分不利的消息。而股票回购不是每年都有，所以即使某年没有成功，对公司也不会有什么负面影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有关股票回购的最有影响的研究是由莱斯大学的教授戴维·伊肯伯利、欧洲工商管理学院的金融学教授特奥·沃梅伦以及伊利诺伊大学的金融学教授约瑟夫·拉格尼沙克一起进行的。他们的研究结果发表于 1995 年的《金融经济学杂志》(*Journal of Financial Economics*) 上，结论是进行股票回购的公司的业绩要比同行业的平均业绩水平高出 4 个百分点。他们对印度、英国和加拿大公司进行的同类研究进一步证实了这一研究结果。

至少有两家基金公司将这一研究结果加以利用。戴维·弗里德的《回购通讯》(*Buyback Letter*) 一直以来都被《赫尔伯特金融文摘》(*Hulbert Digest*) 评为最好时事通讯之一，《赫尔伯特金融文摘》是美国一家众所周知的时事通迅业绩的评判者。沃梅伦教授为比利时银行代管的回购基金从 1998 年 7 月开业到 2002 年 4 月都对外报告说收益率达 40%。

我们在 2002 年 4 月对 S&P 500 中在 2000 年初宣布要回购股票的每家公司的资料进行了汇编，结果也证实了上述学术研究的结论。我们利用公司宣布回购第二天的收盘价格，对每家公司一年内的运营情况进行了跟踪调查。我们观察的 224 家公司的业绩比 S&P 500 指数平均每年要高出 30 个百分点，这种情况只有百万分之一的概率。

2002 年 10 月，我们的考察对象又多了 15 家公司。它们的平均业绩高出 S&P 500 指数的比例下降为 6 个百分点，这仍然是非常不错的。

当我们公布这个研究结果时，许多读者对此表示出很大的关注，并写信来说担心公司在宣布股票回购以后，其业绩不能保持下去。这些担心是多余的。一家公司宣布回购本公司的股票说明其管理层认为股票价值被低估。如果此消息一发布，公司股票价格就上涨的话，那么目的就算达到了。我们认为没有证据能够证明进行股票回购的公司的业绩比不进行回购的公司的业绩要好。(投资者可以通过连续查看公司季度报表中有关公司已发行在外股票的状况，对公司实际的回购行为进行考察。)

红　利

在共同基金的财务报表让人压抑得连看也不想看，每周都会传来公司会计丑闻的那段时间里，没有什么事情比收到红利支票更让人觉得安心了。不但因为红利的派发对于股市的衰退有缓冲作用，还在于一家公司不但每个季度都向股东派发红利，且红利每个季度都在增长，那么该公司必然专注于为股东创造财富，就没有时间去玩弄一些会计诡计了。红利的派发至少让股东实实在在地觉得对自己的资产有所控制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老一辈投资者对此深有感触。"我的岳父（现在已去世）只看重红利，从来不关心他的投资组合的价值，"读者帕特里夏在信里说，"股市不景气的时候，他一点都不担心，只是不再买新的汽车和游艇。他只关心红利的安全性。他 50 岁那年退休，90 岁去世，一辈子过得十分自在，而且在他投资期间，资本净值增长了 10 倍。"

遗憾的是，派发红利的公司的比例从 20 世纪 70 年代的 70% 减少到了 2000 年的大约 20%。美国的税收政策要为此负部分责任。用于派发红利的资金公司要以 20% 的税率纳税，而投资者拿到红利之后，又要缴纳平均 40% 的税。如果公司持有这笔资金并投资成功，或者是用于回购股票，投资者获得的资本所得就可以只缴纳 20% 的税。这就是留存比率（公司留存的收入与派发的红利总额之间的比率）从 50 年代的 30% 上升到现在的 70% 的原因。

但是双重课税还不是导致公司管理人员出现动机不良的唯一原因。国会做出允许公司在税前扣除利息而不能扣除红利的规定，又进一步抑制了公司向股东派发红利。这些政策的效果就是刺激公司大举借债。当评级机构和投资者因为公司资产负债表的高杠杆率而皱起眉头的时候，有些公司（写到这里想到了安然）就想方设法用各种可疑和欺诈的会计方法来掩盖负债。

此外，当公司派发红利的时候，该公司授予经理人的期权也会随着股票价格的变动而贬值。在过去的 50 年中，经理人报酬的增加伴随的就是红利派发的减少。

我们想要从一个全新的角度来分析这个问题，看看红利到底是不是股票有优异表现的预兆。与往常一样，我们开始查询《乐观者的胜利》这本书，它包括了对 101 年证券市场数据资料的精彩分析。

该书的作者迪姆森、马什和斯汤顿对在年初派发红利金额最高的前 30% 的公司的经营业绩与派发红利金额在后 30% 的公司的经营业绩进行了对比分析。从 1900 年到 2001 年，前者的年收益率为 12.6%，后者的年收益率为 10.4%。

每年 2.2 个百分点的差距看起来可能不是太多，但是从长期来看，这个差距是很大的。从书中长达 101 年的研究资料中可以看出，1900 年投资于高回报的公司 1 美元，到了 2001 年，收益共计 4 948 美元，而将 1 美元投资于低回报的公司，同期收益只有 1 502 美元。

然而，自从 1990 年，高回报公司相对于低回报公司的优势几乎接近于零了。为了确定这种状况，我们考察了 S&P 500 在 2000 年末和 2001 年末派发红利最高的公司的经营状况以及它们在第二年的经营业绩，并在此基础上对《乐观者的胜利》一书的资料进行了更新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们发现10家派发高额红利的公司的股票在2001年业绩突出，在S&P 500指数下跌10%、纳斯达克市场下跌39%的情况下，其收益率为8%。但是在2002年，情形并没有延续，前10家派发高额红利的公司股票截至10月中旬下跌了34%，而同期S&P 500指数下跌24%，纳斯达克市场下跌34%。

派发红利排名前30位的公司情形大致也是如此。这些公司的股票在2001年没有大的变化，而在2002年，截至10月中旬，都下跌了25%，如表17.2所示。

买入一家派发高额红利的公司的股票，最大风险在于红利是有可能被削减的。福特汽车、Dynegy、古德里奇、Transocean和Qwest Communications这些公司都在2002年减少或者取消红利派发后，股价仍然下跌40%的公司之列。如果公司派发红利意味着公司因为能力有限而无法有效运用你的资金，那么买这样的公司的股票风险也是很大的。

表17.2　变化周期：股息收益率前十名股票的业绩（2001～2002）

公司	2001年末收益	2002年1～10月业绩（%）	公司	2000年末收益	2001年业绩
梅溪木材（PCL）	10.05	-27.1	Sabre（TSG）	12.06	-1.8
Dana（DCN）	6.77	-23.7	J. C. Penney（JCP）	10.47	155.79
福特汽车（F）	6.68	-46.6	Rockwell Automation（ROK）	8.48	-15.51
J. C. Penney（JCP）	6.44	-45.5	Dana（DCN）	8.1	-3.34
Rockwell Automation（ROK）	6.34	-10.4	福特汽车（F）	7.68	-29.27
CMS能源（CMS）	6.08	-70.0	Deluxe（DLX）	7.33	116.65
柯达公司（EK）	6.01	-10.8	Winn-Dixie Stores（WIN）	7.09	-23.52
Ameren（AEE）	6	-1.8	通贝公司（TNB）	6.92	34.92
雷诺烟草（RJR）	5.86	-39.1	Wachovia（WB）	6.9	16.47
CenterPoint Energy（CNP）	5.66	-67.4	南方公司（SO）	6.6	31.95
	平均值	-34.24		平均值	8.16
	标准差	23.59		标准差	1.77

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥护红利

我们接下来考察了开始派发或者增发红利的公司。上面提到的三位教授经过调查研究得出的结论是，红利增发与公司经营业绩之间是不相关的。我们按照科学研究的一贯做法对这些公司进行了观察。无论是市场、比赛还是生活，正当趋势看起来确定无疑的时候，却总会发生变化。我们对2002年增加红利派发金额的公司进行初步的调查就得出了与上述三位教授的结论相反的结果。

我们调查了S&P 500中120家在2002年增发红利的公司，发现截至10月中旬，这些公司的业绩下滑幅度为14%。22家减少红利派发的公司业绩下滑幅度为20%。从一般的统计角度来看，这个差距还是相当大的。宣布增发红利的公司的业绩优于S&P 500指数（见表17.3）。

表17.3　增发红利与股票收益率

公司	股票代码	宣布分红日期	12个月后的变化率（%）	12个月与S&P 500的差距（%）
AmerisourceBergen	ABC	2001.10.31	12	28
联邦快递	FDX	2002.05.31	不详	不详
高盛公司	GS	1999.06.24	32	22
恒康天安金融服务公司	JHF	2000.11.13	32	49
MeadWestvaco	MWV	2002.01.13	-17	0
美国大都会人寿	MET	2000.10.24	10	29
孟山都	MON	2000.10.18	49	72
百事瓶装饮料集团	PBG	1999.04.29	7	-3
信安金融集团	PFG	2002.10.25	不详	不详
Qwest	Q	2001.05.02	-87	-73
雷诺兹烟草	RJR	1999.07.28	5	-2
Rockwell Collins	COL	2001.07.02	6	29
联合包裹	UPS	1999.11.18	-9	-9
美国伟世通公司	VC	2000.07.14	24	43

我们的结论是，对于股票来说，是不存在什么具有特殊效果的措施来保持其市场行情的。从长期来看，高回报的公司看起来业绩要好一些。但是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年这一不景气的时期，这些公司也逃不脱业绩下滑的命运。那些增加红利的公司在过去的业绩相对来说不够理想，但是在 2002 年它们的业绩却相当可观。

股息收益率和市场

我们经常从市场权威那里听到这样的说法，即股票价格太高是因为股息收益率太低。Pimco 公司的证券权威人士比尔·格罗斯运用股息收益率为期 100 年的统计数据和 2002 年 9 月红利增长率的数据论证说，道琼斯工业指数将会降至 5 000 点。（当时大约为 8 500 点。）

这样的结论太过幼稚，以至于我们听到的时候几乎觉得有点别扭。它忽略了一个事实，即公司在派发红利的同时，也用同样金额的资金在回购本公司的股票。它同样还忽略了一个事实，即 1988～2001 年是自 20 世纪 50 年代以来利率水平最低的 10 年。也就是说，股票不必以过高的收益率来吸引投资大众的注意力（见表 17.4 和表 17.5）。

表 17.4 美国 10 年期国债的年末收益率（1962～2001）

年份	收益率（%）	年份	收益率（%）	年份	收益率（%）
2001	5.051	1987	8.859	1973	6.902
2000	5.112	1986	7.223	1972	6.412
1999	6.442	1985	8.986	1971	5.892
1998	4.648	1984	11.514	1970	6.502
1997	5.741	1983	11.801	1969	7.882
1996	6.418	1982	10.389	1968	6.162
1995	5.572	1981	13.982	1967	5.702
1994	7.822	1980	12.432	1966	4.642
1993	5.794	1979	10.332	1965	4.652
1992	6.686	1978	9.152	1964	4.212
1991	6.699	1977	7.782	1963	4.142
1990	8.067	1976	6.812	1962	3.852
1989	7.935	1975	7.762		
1988	9.137	1974	7.402		

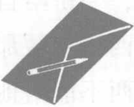
来源：彭博公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17.5 S&P 500 某些年度的年末股息收益率

年份	收益率（%）	年份	收益率（%）
2001	1.4	1990	3.7
2000	1.2	1980	4.5
1999	1.1	1970	3.4
1998	1.3	1960	3.3
1997	1.6	1950	7.2
1996	2.0	1940	6.3
1995	2.2	1935	3.5
1994	2.8	1900	4.3
1993	2.7		

来源：彭博公司、标准普尔证券价格指数记录、《乐观者的胜利》



让我们拿出纸和笔来看看，每股红利收入的减少对 S&P 500 指数有什么影响。从 1938 年到 2002 年 9 月，S&P 500 派发的红利金额只有 6 年是下滑的。从表 17.6 可以看出市场行情衰退的那一年和接下来的一年 S&P 500 指数的变化状况。

表 17.6 红利降低的年份

红利降低的年份	下跌率（%）	S&P 500 指数收益率	次年 S&P 500 指数收益率
1938	-37	25	-5
1942	-16	12	19
1951	-6	15	12
1958	-3	38	8
1970	-1	0	11
1971	-2	11	16

来源：尼德霍夫投资公司

在红利下降的 6 年中，S&P 500 的平均资本所得为 17%，接下来的一年的资本所得为 10%。如果将红利算在内的话，资本所得率会再提高 5 个百分点。认为公司不派发红利，股票价格就不会上涨的看法很明显是错误的。

现金指标

2002 年，报纸上全是有关公司会计丑闻的报道，要么是主动招认的，要么是被揭发出来的，公司破产的影响弥漫在每个人的周围。一个投资于印度公司的朋友说，夸大失实的财务报表已经成为市场上的潜规则。要区分哪些公司是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真的业绩好，哪些公司是在玩数字游戏，唯一的方法就是看公司有没有纳税。

经过调查我们发现，美国很多曝出会计丑闻的公司即使是在破产的时候，从其财务报表上还能看到可观的收入，世通公司和海底电缆公司（Global Crossing）就是最典型的例子。然而，现在再回过头来看，有一个表明公司陷入危机的信号很耐人寻味。相对于公司的实缴税金，有两家公司都对外报告说有很高的年收入，而这是在扣除利息、税金、折旧、摊销之前的收入（EBIDTA）。

我们想知道的是，公司实缴税金和报表中收入之间的对比是否可以作为辨别公司有没有玩弄会计诡计的一个方法。毕竟，没有几家公司能够在没有挣到钱的情况下照常缴税。

拉斯韦加斯早年的犯罪集团知道这一点。苏珊·伯曼在她的《拉斯韦加斯女郎》一书中写道，夜总会的老板分钱的时候，总是分成三份，一份给自己，一份给政府，一份给经常出入夜总会的不法分子。巴格西·西格尔被那些不法分子打倒在地，因为他没有给他们钱。那些人说如果巴格西不能给他们钱，要么是巴格西经营得不好，要么是他自己独吞了。

公司向政府上报一个收入数字，而向公众公布另一个收入数字，这种做法很正常，没有什么值得怀疑的。公司这样做是要达到两个相反的目的：向美国国税局上报尽可能低的收入，这样就可以少纳税，同时向投资大众公布尽可能高的收入。美国国税局用来核算公司收入和应缴税金的方法和美国证券交易委员会要求公司编制对外公开的财务报表时要遵循的一般公认会计准则（GAAP）有很大的不同。

公司应纳税所得有可能和公司对外公布的收入有很大的区别，这有许多合法的原因：使用的折旧方法不同，无形资产摊销处理方法不同，收入确认方法不同，股票期权是否应该以费用列支，以及用什么方法核算股票期权的成本等。

税务会计在会计领域中是技术性最强、最具争议又最易失真的会计核算方法。现在一个比较普遍的现象是，越来越多的公司报表中递延税款的额度在不断增加，因为公司资本支出（例如购买计算机或卡车）在不断增加。而在 GAAP 和美国国税局使用的方法下，对递延债务（或债权）实现时间的预估方法有很大的不同，而时间上的差别有时候对公司是有实质性影响的。

进行简便的计算似乎比较能帮助我们明确这个问题。我们从道琼斯工业指数下挑出了 30 家公司作为研究对象，将每家公司收入报表中的 EBITDA 收入和现金流量表中的所得税项目（cash taxes）做了对比。我们将公司分为两类：高税金支付者和低税金支付者，并比较这两类公司的股票表现（见表 17.7 和表 17.8）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17.7 高税金支付者

公司名称	股票代码	2001 年 EBITDA 收入（千美元）	2001 年支付现金（千美元）	EBITDA 收入/已付税额	回报率（2002.01～2002.09）%
惠普	HPQ	3 200	1 159	2.8	-37.6
埃克森美孚	XOM	29 000	9 855	2.9	-13.8
家得宝	HD	5 700	1 685	3.4	-45.5
宝洁	PG	7 000	1 701	4.1	13.4
沃尔玛	WMT	13 400	3 196	4.2	-17.7
波音	BA	6 500	1 521	4.3	4.3
强生	JNJ	9 500	2 090	4.5	-11.8
可口可乐	KO	6 200	1 351	4.6	3.4
菲利普·莫里斯	MO	18 000	3 775	4.8	5.8
默克	MRK	11 500	2 300	5.0	-18.8
迪士尼	DIS	4 600	881	5.2	-32.0
麦当劳	MCD	4 000	774	5.2	-13.4
3M	MMM	3 300	520	6.3	3.3
美国铝业	AA	3 500	548	6.4	-30.1
卡特彼勒	CAT	2 500	379	6.6	-17.8
				平均收益	-13.9
				标准差	17.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17.8 低税金支付者

公司名称	股票代码	2001 年 EBITDA 收入（千美元）	2001 年支付现金（千美元）	EBITDA 收入/已付税额	回报率（2002.01 ~ 2002.09）%
IBM	IBM	16 100	2 279	7.1	-43.8
英特尔	INTC	8 900	1 208	7.4	-43.8
西南贝尔电信公司	SBC	20 000	2 696	7.4	-35.0
联合科技	UTX	3 700	497	7.4	1.4
杜邦	DD	3 500	456	7.7	-5.1
国际纸业	IP	3 300	333	9.9	-5.5
微软	MSFT	13 000	1 300	10.0	-30.4
美国运通	AXP	6 800	545	12.5	-8.5
通用汽车	GM	23 000	1 843	12.5	-12.3
花旗集团	C	31 600	2 411	13.1	-37.7
霍尼韦尔	HON	1 100	79	13.9	-8.7
柯达	EK	1 900	120	15.8	0.9
通用电气	GE	27 400	1 487	18.4	-24.4
AT&T	T	15 600	803	19.4	-49.2
J·P·摩根	JPM	11 200	479	23.4	-32.3
				平均收益	-22.3
				标准差	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究结果显示，在相同的收入水平下，纳税少的公司业绩还不如纳税多的公司——这个结果是违反我们的直觉的——这也说明我们得出的结果需要进一步详细审查。投资者可能会期望那些能很好地避税或者至少能够延迟纳税的公司管理水平较高，因而也应该有好的经营业绩，但是我们的研究结果从统计角度来讲与人们的想法是相反的。

为了保证我们的研究结果具有普遍适用性，我们又选了 S&P 500 中的 50 家公司作为样本，进行了同样的对比分析。如表 17.9 所示，纳税多的公司业绩显著比纳税少的公司的业绩要好。

表 17.9 S&P 500 样本结果

S&P 500 中的 50 个样本	
纳税多的公司	
平均业绩	-15.7
标准差	24.9
公司数	25
纳税少的公司	
平均业绩	-31.0
标准差	24.6
公司数	25

我们的研究工作是很肤浅的。在另外的时期或者其他范围内，纳税少的公司在强大的现金流的支持下，其业绩会突出一些。

现 金

资产负债表可以为投资者提供很多信息，但前提是投资者必须掌握分析报表的方法。我们发现位于资产负债表的第四行，也就是从上数，在现金、有价证券（marketable securities）、应收账款之后的存货水平的变化，能反映公司经营中出现的很多问题。

公司存货增加了吗？如果是这样，说明该公司股票价格很可能要下跌了。

存货水平下降了吗？如果是这样，股票价格将会上涨。

听起来，这些说法和市场中流行的普遍看法没什么不同。会计上的存货核算方法会给人提供歪曲的信息，这个问题从商品交换活动出现的那天起就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在，一直到21世纪的今天依然存在。如果一家公司存货价值高，那么最后的收入就多。但是那些在资产负债表中以数十亿美元入账的芯片、路由器和配件很可能会以大幅度的折扣价格出售。

投资者可以忽略它。但是投资者也可以打个赌，市场不会忽略这个问题，尤其是在公司经营情况比较艰难而且公众的信任度又很低的时候。

公司的存货水平在市场价格大幅度下跌之前急剧上升的情形不胜枚举。例如，显卡芯片供应商 Nvidia 的存货在 2002 年 1 月末是 2.14 亿美元，而在 2001 年 1 月其存货价值是 9 040 万美元，增幅高达 137%，而同期的销售额增幅仅为 86%。毫无疑问，Nvidia 预期 2002 年会有更大销售额从而增加了存货。该公司的股票在 2002 年下跌了 89%。

再来看看泰乐（Tellabs），这家公司的股票在 2001 年下跌了 74%。在 2000 年末，其存货水平比上年增加了 131%，从 2000 年初的 1.86 亿美元增加至 4.28 亿美元，而同期销售额增长 46%。2001 年，其销售额下降了 35%。

摩托罗拉在 2000 年的情形在此更值得一提。在当年其存货增加了 40%，从 37 亿美元增长到 52 亿美元，但同期销售额增长率只有 14%，从原来的 331 亿美元增至 376 亿美元。如果不说明 2000 年其存货市场价格下跌 60% 的话，摩托罗拉股票在 2001 年下跌 26%，会让人觉得其表现在某种程度上不是很好。

在 1999 年末增加存货水平而在 2000 年遭受了存货市场价格下跌困境的公司有很多。首先让我们来说说亚马逊网站，其存货增加了 650%，从原来的 3 000 万美元增加至 2.21 亿美元，销售额增长了 170%，从原来的 6.1 亿美元增加至 16 亿美元。管理层做出增加存货的决策可能有很充分的理由，我们可以理解。但是市场不理解，亚马逊网站的股票在 2000 年下跌了大约 80%。

表 17.10 总结了上述 4 家公司最后的存货水平、销售额的变化、第二年股票行情的变动情况。看起来，存货和销售额不成比例地增加可能是公司出现危机的信号，这是很浅显的道理。曾经从事过商业的大多数人都经历过被估计价值很高的存货结果只能以很低的价格出售的情形，尤其是在那些产品很容易变旧的行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17.10 存货增加，股票下跌

公司	年份	年末存货（百万美元）	存货变化率（%）	销售变化率（%）	次年股票变化率（%）
Nvidia	2001	213.9	137	86	-84
泰乐公司	2000	428.3	131	46	-74
摩托罗拉	2000	5 242.0	41	17	-26
亚马逊网站	1999	220.6	650	169	-80

来源：彭博公司

不过，事情远非这么简单。许多公司报表上的存货价值猛增，只是为了应对销售额急剧增长的局面。在大部分情况下，这些公司在第二年的业绩都是很骄人的。但从另一方面来看，许多公司在某年的存货水平急剧下滑，原因可能是其销售出现了大幅滑坡。这些公司不再以其可观的收入而作为行业内的明星公司，其股票的市场表现令人担忧。

我们专栏的读者和任何头脑冷静的投资者都知道，过去的事情说明不了什么。股票之间的差异巨大，一家公司股票的问题不具有普遍性。解决这个问题需要在会计、统计方面具有丰富知识并且具有投资实战经验的人进行一次系统的、科学的研究。

幸运的是，这样的研究已经由纽约哥伦比亚大学的会计学兼金融学教授安永国际会计公司的雅各布·托马斯和他以前的学生、伊利诺伊大学的张怀（Huai Zhang）完成了。

货架空空，股价上升

在以《存货变化和未来收益》为题的研究报告中，托马斯和张怀的出发点是引用一个经过充分论证的研究结果，即公司的应计收入超出其实收收入的状况会对股票行情造成不利的影响。应计收入是公司编制年度财务报表和收入报表时核算出的，也是公司通过媒体对外发布的收入。应计收入与实收收入的区别在于，应计收入在销售合同产生法律效力时就确认收入和相应的费用，但是实收收入是在实际收到销售合同中约定的收入或者在实际支付费用之后才在会计上予以核算和确认的收入。自1988年以来，公司在现金流量表中都要对应计收入与实收收入之间的差额进行调整，现金流量表是每个公司必须经过审计的4个财务报表之一。

越来越多的投资者和分析师将注意力集中在公司的现金流量表上。托马斯和张怀系统地测试了现金流量表中的各个科目，找到了对预测公司未来收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益最有说服力的科目，他们的工作对财务分析工作做出了很重要的贡献。在分析了1970～1997年间39 315家公司的情况之后，他们得出这样的结论："公司存货水平的变化与未来收益有着实质性的、一致的关系。"

那些存货水平下降最多的公司的价格加股息收益（price-plus-dividend）比平均水平要高出4个百分点。反之，存货水平增加最多的公司的收益比平均水平要低7个百分点。在他们研究的这28年时间里，其中有27年的情形都是如此。这个统计检验表明，这个现象是非同寻常的，其发生概率不到千分之一。

令人惊喜的是，被研究的公司在接下来一年的收益在超常收益之外又增加了4个百分点。

公司资产负债表中另外两个科目虽然没有存货对收益的影响大，但对公司收益也有很大的影响，一个是折旧（越高越好），一个是应收账款的变化（增幅越小越好）。这两个科目在公司之间造成的超常收益的差距是4%。

为什么存货水平的变化对公司的影响这么大呢？托马斯教授给出了以下3种解释：

1. **需求变化**。存货水平高可能说明对该种产品的需求正在下降，未来的盈利前景不好。

2. **生产过剩**。对于生产性企业而言，如果某一年的产量比预期多，那么就能降低产品的单位生产成本，从而降低产品销售成本，增加销售利润。但是如果接下来的一年产量下降，存货水平又会恢复到正常水平。

3. **存货虚报**。公司可能会利用存货来虚构收入。用于销售的产品的成本是由前期期末存货和当期生产或外购存货的成本决定的。在会计年度末，要将产品成本分解为产品销售成本和存货两部分。如果高估后者，那么产品销售成本就少，收入就会显得多些。在接下来的一年，存货可以注销，利润会显得更高。

托马斯教授总结说，公司虚构收入的行为最让人猜疑。但是他们不认为公司虚构收入只有高估存货这一个办法。"看看下面的例子，"托马斯在发来的一封电子邮件中告诉我们，"思科在连续8年内都生产路由器以及相关产品。面对市场需求的突然下降，思科认为可以克服困难。后来情况进一步恶化，当时思科就应该注销一部分存货，但是由于对前景很乐观，它没有这样做。在存货增加后的第二年，思科面临困境，最终不得不注销存货，因此收益也下跌。你能把思科不愿意注销存货的行为当成是想要虚构收入吗？有些人不会这么认为，他们只是认为这是对前景的合理的乐观态度。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张怀出生在中国，毕业于北京大学，获得学士学位，到美国留学攻读博士学位。“带着对会计的盲目信任，我申请了哥伦比亚大学的会计学博士学位。”张怀说，“4 年后毕业的时候，我已经养成了怀疑习惯。GAAP 准则灵活性很大，当公司盈利没有达到分析师的预期而会导致投资大众抛售的时候，为了避免这种情形发生，公司的高层管理人员就有可能虚构公司收入。从我和杰克一起写的论文中可以看到投资者被公司利用存货虚构的收入所误导而产生的后果。这是证明我的观点的又一个证据：会计是肮脏的。”

公司的现金流量表还有很多其他有价值的信息。然而，在实际操作中，投资者要想从报表的各类科目中找到自己所需的东西，要具备一般人很难具备的专业知识，除了最专业的会计师，要想看透报表是有一定难度的。托马斯写道：“查阅企业的现金流量表以及财务报表的附注是一件很痛苦的事，但同时也会很有收获。从传统的观点来看，这个过程必不可少又无可替代。不幸的是，公司的信息披露经常是模棱两可的，而且其中有太多人为的虚假内容，大多数人即使把这些该死的东西看了一遍又一遍，还是迷惑不解。”

Compustat 数据库之谜

上面的分析告诉大家，了解一家公司的经营状况时，要注重实收收入而不是应计收入，同时要特别关注存货水平，但是要做到这一点是很困难的。不过，先别忙着下结论：托马斯和张怀的研究是以 S&P 指数下的 Compustat 数据库资料文件为基础的，Compustat 数据库的文件应用范围很广，但这些资料都是回顾性的，而且带有幸存者偏差，所以我们对这些资料非常慎重。

美国麻省理工学院教授安德鲁 · 罗是这个领域的专家，他总是发表最具影响力的讲话，指出 Compustat 的资料是经过“追溯调整”的，研究者使用这些资料存在一些内在隐藏的问题。“使用 Compustat 资料，IBM 1997 年的流动资产现在的价值和在上个月末的价值是不一样的，”罗在写给我们的信中说，“从以前每个单独的月份来看，Compustat 的资料存在追溯调整的问题，在当月也存在这个问题。看看下面的分析过程（我已经做过了）：这个月，在 Compustat 中找出 2001 年 10 月的所有资料并且保存起来。接下来的一个月，再去找同一时期的资料，然后进行逐个比较，就会发现它们之间存在至少二百多处不同，甚至更多。而且，这还没有考虑到数据资料的质量、稳定性以及更新问题。”

另一个潜在的问题是托马斯和张怀在写作论文的时候，在没有确定的科目作为研究对象之前，就先分析了资产负债表中的不同科目以及这些科目的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

核算方法。他们使用的这种方法从统计的角度来讲是有缺陷的，因为不但资产负债表中的每个科目之间都有联系而且在企业持续经营期间，每个科目每年的数据都是序列相关的。

托马斯也同意罗关于 Compustat 资料的看法，但同时认为这个问题在最近 10 年左右的时间里是不存在的。“据我所知，最后一次主要的追溯调整是在 20 世纪 70 年代进行的。”他补充说，“在我看来，两个最大的问题是：1. 为什么市场在企业下个季度的收入报表公布之前不能矫正股票价格的错位，非得等到这个问题在企业收入报表中很明显地表现出来才意识到？2. 股票价格的错位在目前的市场上还存在吗？”

如果投资者想要一个科学的最新的说法，该向谁求助呢？如果能想到 Spec Duo 操作系统，也就是我们，那就对了。我们亲自动手验证了最近一段时期企业存货和应收账款的变化与企业股票在市场上的表现是不是呈现负相关的关系。



道琼斯工业指数

因为这只是一次探索性的研究，我们想从相对来说相似性比较强的企业样本中采集一些预期的数据，因此我们将研究对象锁定为道琼斯工业指数下的 30 家公司。这些公司在美国经济中占有重要地位，它们的市值占美国所有上市公司总市值的 28%。

我们研究了 1998 年 5 家存货和应收账款状况最好的公司（也就是说这两个科目的降幅最大）和 5 家存货和应收账款状况最差的公司（也就是说这两个科目的增幅最大），并将这两组企业在 1999 年的业绩进行了比较。我们接着对这些企业的存货和应收账款在 1999 年的变化状况以及它们在 2000 年的业绩进行了比较研究，结果如表 17.11 所示：

表 17.11　总收益率（%）*

	2000 年	1999 年
5 家公司的存货增幅	−7	−17
5 家公司的存货降幅	−1	12
5 家公司的应收账款增幅	−1	−18
5 家公司的应收账款降幅	4	6

* 股价升值 + 红利再投资

从表中的数据可以看出，如果企业当年的存货和应收账款增加，那么第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二年的表现就不尽如人意，只有大约 -10% 的收益率。

而如果企业当年的存货和应收账款减少，那么第二年的业绩相对来说就比较好，平均收益率大约为 5%。

因为我们在这次研究中只考察了 20 家公司，所以结果是可变的，再加上受到市场周期变化的影响，这些结果不受随机变化的影响的可能性为 5%。

总之，我们的结论就是，如果投资者想要在市场中获得好的业绩，就必须知道如何从企业存货和应收账款的变化中寻找信息。

合谋的传闻

那些有能力识别真正的投资机会的人，获得再多的回报都是不为过的。然而，诸如回购和内部购买这样让人动心的买入信号经常在事后被证明是对个人投资者的误导。套用我们最喜爱的科幻小说《天外魔花》的情形，从表面上看不止一家公司“只是看上去、听起来、表现得好像”本公司的股票很有投资价值。

我们设计了一个系统来清除那些市场上的假货。做这项工作的时候，我们首先研究了在我们生活中以及自然界里存在的假冒现象。19 世纪 90 年代的探险家路易斯·德·鲁日曼（Louis de Rougement）的故事尤其典型，这在萨拉·伯顿（Sarah Burton）《冒牌货：六种骗子——真实的骗局》一书中可以找到。德·鲁日曼对外宣称说在茫茫无边的澳大利亚腹地独自生存了 30 年，最后终于找到返回伦敦的路，回来后，他把自己的故事卖给了《Wide World》杂志。

故事曾经风行一时。德·鲁日曼对他骑海龟的描述遭到人们广泛的质疑。“我曾经捕捉并控制过几千只海龟，”一位澳大利亚人写文章说，“而我从来没有看到过一只在海面上漂浮时碰到异物而不沉入海底的海龟。”一个崇拜者站在德·鲁日曼的一边回击说：“我也有捕捉海龟的经历，我还知道一位海军学校学生捉到了一只海龟，并在它身上骑了 10 分钟。”1906 年，这个自称是食人者的人在伦敦娱乐城向公众演示骑海龟，驳倒了唱反调的人。然而，那个时候还是有喜欢打破沙锅问到底的记者揭露德·鲁日曼。

看了德·鲁日曼的故事后，我们认识到要不想被蒙蔽，所要做的不只是一个海龟试验那么简单。这个想法在我们看了有关植物耍的惊人的花招之后就更强烈了。

欧洲的兰花不仅看起来像蜜蜂，而且散发出受异性欢迎的雌蜂身上的味道——这是为了诱使雄蜂来传授花粉。雄蜂被吸引过来后，在花上慢慢爬上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一圈想要交配的时候，很快就发现上当了，于是就不会再被兰花欺骗性气味所引诱，但是还有其他100种兰花重复着这样的骗局。

"雄蜂在反复四五次之后，就会吸取教训，这时兰花再发出这样的气味就没用了，不能再吸引雄蜂到来。"大卫·爱登堡禄在《植物私生活》一书中写道，"但是这个时候，兰花想要通过蜜蜂传授花粉的目的也已经达到了。"

投资者和上文提到的雄蜂的角色是一样的。投资者被回购股票或有内部购买的公司所吸引，最终却为这些公司披露的秘密负债、浮夸收入或者合并时玩弄的会计把戏而吃惊。这样的情形反复几次后，投资者就有可能完全放弃这些公司的股票，但是那个时候，投资者已经被利用过了。

有些植物完全就是在欺骗，假扮成食肉动物的捕猎对象的样子，吸引食肉动物。东南亚的捕虫草就是这样，从表面上看它就像大酒杯、大肚酒瓶、玻璃水瓶或者是香槟色的槽。它们分泌出足够多的花蜜，诱使昆虫靠近并用类似于消化液的酸性物质分解这些虫子。

为了避免被愚弄、被诱惑或者在证券市场上被活活吞没，我们认为在买入某只股票之前需要参考多个信号和多方面的信息，我们这样做的根据是，没有哪种生物（当然，我们也希望没有哪家公司）具备必需的能量来发出多重的欺骗性信号。

三个信号

我们找出了我们一直感觉很灵验的三个信号：

1. 股票回购的公布
2. 存货的大幅减少
3. 应收账款的大幅减少

我们前面已经分析过，在2000年末至2002年10月3日期间，进行股票回购的公司的业绩比S&P 500的业绩平均高出6个百分点。道琼斯工业指数下的5家公司在1998年和1999年存货水平大幅减少，其业绩也高出业内平均水平10个百分点。

在选择这三个信号之前，我们进行了多次检验。进行股票回购的公司的业绩很突出，以至于被投资者用来衡量公司业绩的其他标准相形见绌。例如，我们发现在我们研究的所有公司中，不论是股票回购还是内部购买在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年都没有显著地增加公司的收益。

我们探索性的研究结果表明，在 2002 年前三个季度进行股票回购并且存货水平和应收账款都大幅减少的公司的业绩比其他公司要稍稍好一些，如表 17.12 所示：

表 17.12　股票回购公司报告中存货与应收账款减少率

股票回购的公司	高于 S&P 500 最近一年的收益率（%）
10 家存货减少的公司	3 个百分点
10 家应收账款增加的公司	1 个百分点

考虑购买有这三个信号之一的公司的股票对未来的收益是有用的，但是这也需要进行更多的研究，来确定利用这种方法得出的结果对实际操作是否有意义，又是否符合统计原理的要求。我们在 CNBC《金钱》专栏中发表研究结果时，被读者嘲弄了一番。毕竟，维克多多年来从事的是证券买卖交易，而不是财务报告或红利派发。有一个读者在信中说："维克多竟然将红利作为一个有用的投资标准！"



那个读者说出这种话表明他是很有见地的。在维克多等人准备研究价值的时候，可能科技股的繁荣还是会再现的。但是投资者了解一些资产负债表的知识并没有什么坏处，如果投资者赞同目前所发生的一切，即我们需要透明的、没有虚假内容的财务报表来重建公众对美国公司的信任。读者会认为，那些大公司的高管人员考虑到整个工商界和公司股东的利益，为了不让人们认为他们是在操纵收入而宁愿回到过去。

公司通过变戏法而让公司收入符合分析师的预期，指望通过出售一部分业务增加收入，从而达到分析师的收入预期的时代看起来要结束了。但是很明显，有相当一部分公司并不这么认为。

例如，通用电气公司在 2002 年 9 月 25 日周三对外宣布说，公司第三季度的收入能够按计划增长。报告一出，市场大声为其喝彩，通用电气公司的股票随之上涨了 4.3%。第二天，又从记者招待会上传出消息说，通用电气之所以能够保持收入的增长，是因为它要出售其中的一个业务子公司——全球交互服务公司。这一消息太让投资者感到失望了，消息一传出，通用电气的股票就下跌了 2.3%。到了周五，投资者又得知购买方以 10% 的利率提供贷款的消息后，他们几乎已经准备要抛售通用电气的股票了。这两次会议让它的股价下跌了 9%，这家世界上最具投资价值的公司的市值损失了 250 亿美元。

或许通用电气有充分的理由来出售自己的一个业务部门，但是他们拒绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和我们面谈，并且劝我们打消以后再跟他们联系的念头，所以在此我们根本没有能力给出任何的解释。不过我们仍然可以清楚地看到，通用电气的决策让它的股东付出了很大的代价，虽然从当时的情形来看，公司采取这样的措施是无可厚非的。

通用电气公司做出这样的反应并不奇怪。2002 年 2 月，《纽约时报》报道说 IBM 用其出售某一业务部门的收入来抵减第四季度的运营费用，而没有将这笔出售说成是公司的一次性收入，报道之后，IBM 跌幅达 5%。安然、世通和安达信因为被揭露制作虚假的财务报表，掩盖其债务而毁灭，这些公司的破产让投资者一朝被蛇咬，十年怕井绳，对所有公司的财务报表都持怀疑态度。

然而，通用电气为了达到分析师的预期而虚饰收入的伎俩在数年前就已经为人所知了，只是到了最近才引起广泛的注意。卡罗尔·卢米斯在看了《华尔街日报》在 1994 年的封面报道中对韦尔奇和他的团队在虚饰通用电气净收益时用到的办法的详细介绍之后，在 1999 年 8 月的《财富》上发表文章说："看，这就是公司干的事情，为什么这会成为封面报道?"（我们猜想许多其他的公司看了报道后也就明白是怎么回事了。）

美国证券交易委员会主席阿瑟·莱维特在 1998 年 9 月对公司虚构收入的行径宣战。在纽约大学的一次宴会讲话中，莱维特提到许多公司的高管和审计师正在玩一个欺诈游戏，目的是为了符合或者超出分析师的收入预期并以此来推高公司的市场价值，同时也增加高管人员手中持有的股票期权的价值，这时听众都放下刀叉开始记录。莱维特要求公司和华尔街停止玩弄会计诡计：不要为了提高预期收入而随便注销公司的重组费用、未来运营费用和"内部研发"费用；不要再把经营状况良好时的收入存入"饼干罐"留待经营状况不佳时使用；不要在货物发出之前就确认收入。按照 GAAP 准则，如果公司的某些业务对公司还没有发生"实质性"影响，就不要在报表中说一些模棱两可的话 。

"超出预期的收入"的把戏曾经在很长一段时间里是公司和它们在华尔街的喝彩者们热衷的。伴随着经济衰退和繁荣，伴随着利率的调整以及恐怖袭击，S&P 500 指数下大约 60% 的公司相继"超出"了分析师的预期。下面是 2000 ~ 2002 年期间，S&P 500 指数下超出预期带给公众惊喜的公司的比例：

2002　第二季度　60. 1%

2002　第一季度　62. 1%

2001　第四季度　55. 3%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 第三季度 51.2%（尽管美国的股票市场曾停盘两个星期）
2001 第二季度 55.2%
2001 第一季度 54.4%
2000 第四季度 51.0%
2000 第三季度 58.2%
2000 第二季度 63.7%
2000 第一季度 70.7%

问题不在于它们是否是在哗众取宠，而在于它们在真相揭露出来之前，打算把投资者捧多高。



我们想知道还有多少公司面临着通过出售很长时间以前并购的公司或资产，来达到分析师对其收入的预期。让我们祈祷它们能从通用电气的例子中吸取教训，否则，它们早晚也会处在身败名裂的边缘。如果它们的反应符合新的评估标准，那么就会成功。如果不符合，投资者将会对股票市值的任何正式评价持不信任的态度。

在政界也有相似的情形。如果政治家言行之间的差距大到连他的拥护者也不能支持他的时候，那么他会很快发现自己的权力正在衰退。在体育界，盐湖城冬季奥运会发生的丑闻间接地让花样滑冰选手萨拉·休斯获得她应得的承认。根据体育记者里克·莱里的报道，萨拉·休斯曾一度是美国最优秀的运动员。但是在公众对双人滑比赛中裁判的判决表现出极大的不满之后，裁判才改变了原来的做法，对萨拉的表现表示认可。

不幸的是，在信誉遭到严重损害的时候，仅仅做出改变的承诺是没有用的。在 2002 年 7 月中旬到 10 月间，有五十多家公司响应增强公司运营成本透明度的呼吁，对外保证将授予公司高管的股票期权作为费用在财务报表中列支。我们比较了这些“透明”的公司和 S&P 500 指数下的公司的业绩，发现前者实际上比后者落后了 3 个百分点。52 家对外做出保证的公司亏损率平均为 -9.6%，而 S&P 500 指数下的公司为 -6.4%。

维克多的父亲阿瑟·尼德霍夫过去曾经讲过，如果面临要么给人忠告要么给人急需的现金的选择，就要选择给人现金。阿瑟的智慧在这里大获全胜。在危难的时候最具价值的当然是现金。我们希望在这一章里介绍的指标能够给大家以帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章 末　章

我认为我应该做一些事情来帮助那些探险家、移民或士兵，方式就是搜集不同环境里许许多多人的零零散散的经验，比较它们，检验它们，并归纳总结出“旅行的艺术”来。

——弗朗西斯·盖尔顿，《旅行的艺术》

经常有人向我们提出以下4个问题：

1. 你们在写这本书的时候，有没有用到一些技术指标？

2. 你们从哪里找到这些哲学家和科学家，这些人从事的工作看起来稀松平常，但他们对证券市场的看法却十分实用？

3. 你们怎么把格林斯潘描述得这么可怕？你们是不是十分看好市场前景以至于没有意识到证券市场存在的泡沫？

4. 看完这本书以后，你们推荐什么书给我继续学习？

对这些问题我们将一一作答：

技术指标

正如我们在第三章里已经提到过的，在每一个特定的时期都有不同的指标似乎对投资者很有用，能反映股市行情的变化。这样，如果我们回答这个问题的时候说，几乎所有的技术指标都是未经检验的，而且大部分都显得乱七八糟又不具有检验后的可信性，它们反映的结果完全是随机的，没有规律可循，那么毫无疑问，那些曾经在特定的时期利用技术指标获得投资成功的人会不相信。

为了避免这种情况发生，我们采取了另外一种行动方针。毫不吹嘘地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，维克多从事证券业已经四十多年，对他来说，检验任何技术指标和方法都是不成问题的。在他从业的这些年中，他广受尊敬，是证券业内很有影响力的人物，技术分析师经常拜访他，向他讨教金融方面的知识，或者请他帮忙检验分析系统。他在索罗斯的基金公司担任技术系统程序员的时候更是如此，因为如果这个系统能精确地反映市场行情变化，那么带来的收益将高达数十亿美元。

在过去的四十多年里，维克多亲手实时地记录了15~20个市场中股票价格每小时的变化情况。他从1965年开始使用的一个记录本曾在日本一家电视台为他做的特别节目中被展示给观众。在日本，一个失败的武士会去富士山朝拜来寻求指导和支持。在这种情况下，维克多会从他过去所做的记录中寻找答案。

维克多曾经就读过三所大学——哈佛、芝加哥大学和加州大学伯克利分校，这三所大学参与了有关股票价格变动的基础性研究。在维克多获得博士学位的芝加哥大学建立了一个名为证券价格研究中心的数据库，几乎所有有关证券市场行为的研究工作都离不开这个数据库。12位获得诺贝尔经济学奖的人中有10位和芝加哥大学都有某种程度的联系，他们的成果包括布莱克－斯科尔斯期权定价模型（Black-Scholes options pricing model）、米勒－莫德格利尼（Miller-Modigliani）在资本成本和红利方面的贡献、阿利伯（Aliber）的外汇理论和卢卡斯的理性预期理论。在1987年股灾中名声大噪的投资组合保险理论就是维克多在芝加哥大学学习时期被提出的。

除此之外，维克多还善于招贤纳士。维克多公司里的大部分职员都是很有专业素养的。理查德·泽克豪泽（Richard Zeckhauser）现在被认为是行为金融学的先驱，他曾是维克多长达20年的合伙人。在那些年中，理查德·泽克豪泽一直想把自己在中学时学得很好的数学精算知识运用到证券技术研究中的科学分析和结论中。有了维克多及其现在和过去的聪明的合伙人与同事，我们就有能力运用那些在实践基础上提出的任何有价值的技术分析的技巧和方法。

因此，我们没有使用某一个特定的技术系统，只是意味着这些系统在经过严格的多重比较之后被认定为不合格。也就是说，在这个世界上，我们是最有资格来评价这573个指标的人。

我们是从哪里找到这些专家的

我们的专栏以及这本书里所包括的很多有价值的信息，都是在我们与各个学科的代表人物、技术专家以及世界各地从事不同行业的读者进行交流的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过程中总结出来的。

2000 年 1 月我们决定在一起合作创办有关证券市场的专栏时，就意识到无论我们多么见多识广，也不可能通晓有关证券市场的所有知识。20 世纪的最大教训就是中央计划经济体制导致了贫困，而综合口味、偏好、技术、生产知识和数百万人的见识在某种程度上却能将来自全世界的商品分配到各家各户，昭示着经济的繁荣和发达。

因为我们是在网络上发表专栏，所以我们决心好好地利用网络这个媒介。哈耶克（Hayek）认为自由市场之所以运作得有效率，是因为它利用了多数人的知识、智慧和技能。我们将这一观点付诸实施，在写作专栏的过程中，向读者广泛征求建议和看法，由此我们就可以最大限度地实现我们的梦想。

经常有这个或那个领域的专业人士写信给我们，提出一些很有建设性的建议，帮助我们提高专栏的质量，并将专栏里尖锐而又有价值的信息传递给读者。我们最欣赏的一篇有关市场的文章摘自《华尔街的二十八年》，作者是亨利·克鲁斯，写于 1887 年。

> 但是没有几个人在变得垂垂老矣之前就能在华尔街获取足够的经验。当投资者在华尔街的投资活动中变得游刃有余、成为精英的时候，他们的时间通常都用来在舒适的家中睡觉了。在股市不景气的时期，有时候，一年之中股市会不止一次地出现不景气，这些老家伙们就出现在华尔街了，拄着拐杖，蹒跚着走进他们经纪人的办公室。
>
> 接着他们就会用他们所有的资金买入高质量的股票，这些钱是他们为了应急而积蓄的。恐慌会一直持续到因为有足够多的人用现金买入股票，使市场上又能够赚大钱的时候。当恐慌过去的时候，这些一直在旁边明智地观望的老家伙们在市场复苏时机到来的时候——市场的变化通常和季节的交替一致——很快就清醒了，他们取出在银行的存款或者是其他的余钱，买入更多不断升值的房地产作为永久性投资，之后就又返回到金碧辉煌的家中，投入家人的怀抱，继续过平静的日子。

布雷特·斯蒂巴格是纽约州立大学心理学家，是一位难能可贵的朋友。他在 2000 年 2 月 25 日，也就是纳斯达克指数升至最高点 5 048 点的前两周给我们写信说：

> 劳雷尔和维克多所办的专栏是最明晰易懂的，同时又是发人深省的。劳雷尔将音乐和证券市场进行类比是完全正确的。
>
> 从投机的角度来看，我假设在通俗音乐每分钟的节拍和证券市场价格的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变动之间有着密切而显著的内在联系。从大萧条后忧郁的布鲁斯，20 世纪 40 年代的低吟，五六十年代的摇滚，60 年代末和 70 年代初的迷幻音乐，70 年代末的迪斯科，80 年代的新浪潮，一直到现在的电子舞曲，从中我们能感觉到肾上腺素在平稳地上升，那么我们将如何解释目前 20 世纪舞蹈音乐的复苏呢？

3 月 2 日他又发来电子邮件说：

市场的音乐节拍是越来越快了，至少在纳斯达克市场上是这样的。但是就算在伊比沙岛（Ibiza）的俱乐部里，当节奏在凌晨 4 点变得过于狂热时，他们也会不得已将音乐调成罗伯特·迈尔斯风格的“迷幻舞曲”。

一个名为多恩·斯塔里卡的读者给我们寄来了他即将出版的《证券市场魔鬼词典》一书中摘录的一部分内容。

我们把布雷特、斯塔里卡以及其他专家的观点发布在互联网上，很快就有读者针对他们的观点发表自己的看法，他们中间的一小部分人很快形成了一个相对稳定的团体，通过网络进行交流。最早向我们提出反馈意见的是马克·M·麦克纳比，一位喜欢布鲁斯音乐和烤肉的弗吉尼亚理大学的金融学教授，是他清楚地阐述了我们所用到的方法：

一直以来，西方社会运行规则的宗旨就是要努力改善社会成员的生活状况。历史学家兼经济学家沃尔特·罗斯托（Walt Rostow）将西方社会取得的许多胜利归功于早期农业生产力的提高，因为农业生产力的提高使得一部分劳动力从农业劳动中解放出来，去从事商业并致力于其他领域的发展，尤其是科学和技术领域。

今天我们发现，即便是最知名的企业，像英特尔，为了谋求发展，并能在瞬息万变的环境下保持其市场地位，都要取人之长，补己之短。在金融和商业领域，分工需要方方面面的人才，因为在实际工作中，总是会碰到一些意料之外的新问题、新情况，看看那些顶尖公司和投资银行员工的简历，就会发现每个员工，无论他最擅长的专业领域有多窄，都具备多方面的知识和能力。

今天的市场展示给投资者的信息已经远远超出投资者个人的分析消化能力。要想从大量相互矛盾的信息中理出头绪来，就需要多人参与进来，交流各自的看法和经验，将这些信息分门别类地归纳整理出来，形成一个合理的结构。挑战在于，这个结构形成之后并不是静止不变的，它更像是海滩上每天都被海水冲刷而改变形状的沙塔，每天都受到新的观点和事件的影响与冲击，接着就被那些吸收了最新观点的人重组成一个新的结构。将多个人的孤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立的观点结合起来，就会形成一个超越单一观念的合意，而我们也要以史为鉴，古为今用，而不能守旧狭隘，故步自封，一味地排斥我们所不知道的新生事物和观点。这样，才能发现真理。

随着加入到这个团体与大家一起交流心得的投资者越来越多，一个熟悉计算机技术的读者詹姆斯·科尼利厄斯·戈德坎普在网络上建立了一个“投机者名录”，这样所有的读者都能看到别人发给我们的信息以及我们的回复。通过与读者交流，我们和他们之间萌生了友谊并建立了业务联系，有一年夏天我们举行了一个投机者名录聚会，这样我们就能够面对面地交谈。事实证明，聚会很成功，出席的每个人感觉都很好。现在，每年夏天我们都要聚会一次。

我们在与读者的交流中受益匪浅。我们在 CNBC《金钱》专栏里的有些观点，有的匿名，有的署名，都是参加网上交流的成员发表的。有的成员还为我们写客座专栏。看到布雷特通过威利出版社出版了自己的书并在 CNBC 开辟了自己的理财专栏，我们的欣喜之情远远胜过由于被超越而生的嫉妒之意。

事实上，就是布雷特在 2002 年对投机者名录做了最意味深长的阐述：

> 投机者名录的灵魂人物并不是维克多·尼德霍夫，虽然他和我们中大多数人的关系是极为密切的。灵魂人物是弗朗西斯·盖尔顿。盖尔顿是现代统计学的创始人和经验论的典范。他收集了数千人的资料来探知基因对人类智能的影响。他不像现代的那些平均主义论者。（平均主义论者的观点与我们的观点不同。他们一般都认为，个人能力间的差异一部分为生来之差异，另一部分为受环境影响而产生的差异，或者说一部分是“天生”的结果，另一部分则是“后天”的结果。）他不是首先提出理论或者基本原理，而是先收集大量的资料，之后根据所掌握的资料进行分析和论证。
>
> 投机者名录的核心和灵魂是经验主义，体现了我们探索和求知的愿望，证明人类有能力通过发挥主观能动性了解现实世界。在尝试着学习和把握市场规律的过程中，我们做了无畏的探索，在同各种强大的力量进行抗争的过程中，有了不少收获。这些力量是多方面的：市场的复杂性，我们自身刚愎自用的天性，还有竞争的本性。要想克服这些障碍，只有依靠人类的智慧和能力，从各种数据资料中提炼出能为我们所用的信息来。

截至 2002 年，投机者名录已经有了来自世界各地的二百多个成员，有南非的，有斯洛伐克的，还有硅谷的。中间也有人员的变动，也会有意见的分歧。这个在我们的专栏基础上发展起来的投机者名录成为投资者的非正式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学校，成为进行市场量化工作的独一无二的平台。

再谈不断变化的市场周期



我们通过投机者名录进行讨论交流最主要的目的之一，就是想要把握证券市场变幻不定的周期性变化。看过维克多第一本书的读者都应该知道，基本的市场周期理论是培根在《职业赛马的秘密》一书中提出来的。目前，这本书已经绝版了。在本书的开头，我们就引用了该书1956年版的一部分内容，现在又要引用该书的一些内容：

在实际比赛中，由于公众的反映会降低被挑选出来去参加比赛的马的价格，所以每匹马能胜出的概率并不是保持不变的。

一些经验丰富的赛马手非常冷静。他们不是不顾一切地去赢得比赛，而是在能够轻松地赢得比赛的情况下，才让他们的马去参加比赛。赛马手都曾获得过忠告，即不要因此而责罚自己的马，在不能轻松赢得比赛的时候，不要为了钱而孤注一掷。

赛马手知道，这样做只会让观众觉得马的表现很糟糕，在下一次比赛的时候，观众就会降低对该匹马的评价和比赛结果的预期。

我们认为没有人对培根提出的理论加以改进完善，直到我们的读者马丁·耐特将市场周期的变化描述成牛顿冷却法则的一个变量。牛顿观察到，物体自身温度的变化与其自身温度和周围气温的温差成比例关系。耐特指出，市场周期也遵循了这一规律：市场的变化越具有规律性，实际结果和随机结果之间的差别也就越大，公众就会将更多的钱投资于市场，寻找获利机会，这些资金的流入会扰乱市场变化的周期性规律，使市场显得无序，也会使市场达到平衡，就像室内温度经过一段时间对流之后，会趋于一致一样。但是新的热源出现后，又会在空气中引起新一轮对流运动。耐特的这番描述最有价值的地方就在于对市场周期变化做了量化的分析和预测。

耐特是英国人，现居加利福尼亚，38岁，是一位谦和的统计学硕士，热衷于运用行为金融学来指导自己的投资活动。他在2000年和2001年的投资回报率分别是33%和77%。

我们还结识了另外两位发现了市场周期变化规律实用价值的杰出人物。其中一位在1986年为《经济学人》进行了年末预测。这位匿名作者将市场周期性变化当做一项游戏的一个变量。在这个游戏中，以10年为一个轮回，每个人都相信某些能很轻易地迅速推广的东西将能带来非常可观的利润，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在接下来的10年中，由于人们都认为生产该种商品会有可观的利润，所以都加入到生产者的行列中来，那么竞争就会加剧，商品的价格也会有小幅的变化，于是本来利润丰厚的产品会变得滞销，导致可怕的赤字。“这样一来，那些在特定条件下被断定为永恒不变的领域恰恰走到了它的反面。”这位作者将这个现象称为“反向定理”，并预言说，假定其他人都不这么认为，那么依据此规律行事的人就可以赚大钱。

几年后，朱利安·西蒙（Julian Simon）独立发现了这一规律。他的发现源于他试图找出实物商品价格持续下滑的原因，以及人们总是不能精确地预测到商品短缺现象何时出现的原因。为此，他观察了另一种与此相类似的现象：把一个浴盆充满水并注明水位，接着观察人们将里面的水用桶拎走。但是马上察看浴盆里水的多少时，总会发现水比刚开始还要多。他将不断升高的水位比做是短缺商品的生产技术的提高以及该短缺商品的替代品的出现。“人口增加和收入的增长使得资源在短期内显得短缺，短缺加剧则会导致价格上升。价格上涨带来的机会，也促使投资者寻找新的解决办法。这些解决办法最终会导致价格下跌到比以前更低的水平。”

2002年7月13日，我们收到不知疲倦的布雷特先生寄来的一篇文章，文章相当有说服力地总结了他和我们有关市场周期的思考过程，现在我们全文奉上：

重温交易系统的复杂性

在我看来，人们对于证券和权益指数市场的看法主要有三种：

1. 它们是随机的，完全不可预测。这是有效市场假说的基本观点。该假说认为，任何想要测定市场时机的努力都是在浪费时间，要想在市场投资活动中将风险降至最低，并获得可观的收益，最佳的方式就是进行长期的多样化投资。

2. 它们是可以预测的。这是大部分技术分析师和机械的交易系统开发者的基本观点。他们相信可以通过开发利用市场中的循环模式来获利。这些模式都被假定为和市场有内在的联系，能反映人类的本性（例如贪婪和恐惧）。

3. 它们的可预测性是变化的。这是那些通过各种模型来预测市场行情并根据不断变化的周期不断调整模型结构的人的基本观点。可预测性本身也被当成一个变量，随着市场状况的变化，可预测性的准确性以及进行有效预测所包括的环境也随之变化。

对于那些同意第三种观点的投资者来说，任何一种交易系统在概念上都必须至少有两个层次。第一层次要有一组预测值，并假定预测值与市场结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是相关联的。第二层次要有一组表达式，在市场周期变化时对第一层次的参数进行调整。

更简单地说，那些相信市场周期变化说法的交易者至少需要：1. 用来指导交易的模型；2. 随着时间变化和价格变化的分布状态对模型进行调整的程序。

当然，我们也有可能根据市场条件的变化，把不断调整模型结构的第三层次用一些概念表述出来。

例如，根据第一层次的技术交易系统，在 12 个时期的 RSI① 从 30 以下上涨至 30 以上时，就是买入的时机；RSI 从低于 70 上涨至高于 70 时就要卖出。第二层次包含一些规则，这些规则规定了第一层次使用的 RSI 是 21 个时期的、12 个时期的还是 8 个时期的，或许还有预测市场行情的变动和趋势的内容。组成第三层次的规则规定了以市场行情的变动和趋势为基础对市场进行分类的方法，并针对每一类型的市场适用不同的规则。（例如，有 21 个时期的、12 个时期的及 8 个时期的 RSI，要从中选一个来预测行情变动剧烈/适中/很小，而变化趋势又不明显的市场的前景。）

尽管这些概念层次多且复杂，该交易系统也有一定的实用性。事实上，坚持第三层次的交易者不可能只按照单一交易系统进行交易，因为市场周期的不断变化迫使投资者不停地变换投资交易方法。

尽管如此，就交易系统进行的大部分讨论焦点还是集中于第一层次的复杂性上（进入/退出/停止），而没有考虑在变幻不定的市场条件中如何对其进行调整矫正。在不考虑第二层次复杂性的情况下，一名交易者在一种市场条件下可能会做得很好，取得不俗的业绩，而市场环境一旦改变，就会惨败。这也是我们已经看到的事实：很多人在 20 世纪 90 年代赚了大钱，而现在却处境艰难。

有人从进化论的角度对这一问题进行思考，认为根据复杂性的不同，运用更多不同的交易系统进行投资活动的交易者更易适应不同的市场条件，取得不错的投资收益。基思·西蒙顿在他出版的优秀著作《天才、创造力、领导才能》一书中，对此进行了阐述。唐纳德·坎贝尔引用了下面的话：

文化的演变和生物的进化有相同之处。单个创新者的“文化适宜性”是由他提出重要观点的能力决定的，每个重要的观点都是把不重要的观点做了

---

① RSI，Relative Strength Index，相对强弱指标，$RSI = AU_N / AD_N$。AU_N 表示 N 日内平均收盘价上涨的点数，AD_N 表示 N 日内平均收盘价下跌的点数。相对强弱指标是用以计算测量市场供需关系和买卖力道的方法及指标。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某种程度的改变。改变越多，那么这些重要的想法越不容易在后人的甄别中被遗弃。成果较少的创新者能够留下来让子孙后代进行筛选的智力遗产就很少。

这清楚地预言了质变是量变的可能结果。

认为不同的市场情况适用不同的市场和交易系统的观点，较之那种无论在何种市场情况下都使用单一交易方法的观点更具适应性。让·皮亚杰认为，复杂程度的提高是成熟思维的标志，也可能是成熟的投资者的标志。

这里还有2002年7月26日一位佛罗里达的经验丰富的投资者寄来的一封信：

我的父亲从事锅炉制造业，他是一个焊接工。当我还是个孩子的时候，我就知道不能看焊接时的弧光，因为它可以让人失明。

用焊枪把金属加热后，可以将它做成任何样子。也可以将焊枪的温度再升高，这样还可以切割金属。我发现对待股票价格也是一样的。

当股票价格变化的速度加快时，股价就快要升至最高点了，这个时候，只需要稍微地增加一点热量，股价就会崩盘。

我每天都密切注视着市场行情的变化。在我们办公室流传的一个说法是，如果你长时间盯着屏幕就会赔钱。我的祖母也一直这么认为。

如果有足够的合同是在某一特定的价位水平上成交的，那么这个价格就显得很引人注目，就像加热后的钢铁一样又红又烫。任何一个有5年以上投资经验的交易者都知道，这个时候入市的风险很大。也就是说，此时股票价格已经没有进一步上涨的空间，直到有人向股市注入热量，导致股价升至最高点后迅速下跌。

知道价格的上限所在是有好处的，这在图表上是没有办法看出来的。当价格稍稍下降，显得不是那么烫手的时候，就会有没有预料到这种情况的交易者在这个价位入市并赔钱。等到股票价格被推至最高点位，随之急剧下滑，那个时候就像焊炬切割金属时火花会四处飞溅一样，股市会混乱，但调整也就完成了。

然而，股票价格降下来之后的几分钟之内，限价委托就被取消了。不同的时间，需要用来推动股票价格升至上限的热量也是不一样的。经过加热后变得更坚硬的钢铁更难被切割吗？交易量很大的股票的价格很难被推至最高点吗？股票价格是不是也像钢铁一样，经过锤打后变得无比坚固？

股票价格一旦回落，也就受到了伤害，一个彻底的完全不同的过程会开始修复这个价格，就像焊接金属一样。金属被修复以后，比以前更牢固，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价也一样，经过修复后，就不那么脆弱了。

我就曾在股票价格升至上限的时候入市，并受到很大的损失。更糟糕的是，我被打击得溃不成军。我错误地认为，原来的股票价格已经经过调整了，在某种程度上可以让我弥补以前的损失，谁想到赔得更惨。这真让人痛苦。

钓鱼去

2001 年的夏天，我们发现世界范围内面临着严峻的衰退。从《白鲸》中得到暗示，我们意识到这是去钓鱼的最佳时间。我们去寻找无论是在市场行情高涨还是市场行情下滑的情况下都适用的规则。由于特别喜欢与投机者名录中在网上和我们交流的人交谈，于是我们也邀请他们加入。和以往一样，从四面八方涌来的见识让我们感到敬畏。在这里，我们给大家举几个例子，看看投资者能从钓鱼中学到什么：

湖边的反思

——约翰·兰伯格，工程师/发明家；马克·M·麦克纳布，弗吉尼亚理工大学金融学教授

1. **鱼在吃食的时候，站在湖边别动。**要知道市场钟情于哪个板块。

2. **湖边游客太多的时候不要去钓鱼。**你可能不能去你最喜欢的地方钓鱼，而且即便你去了喜欢的地方，旁边走来走去的人群也会把鱼吓跑。如果每个人都有同样的炒股理念，那么那些轻轻松松能够赚到的钱已经被别人赚足赚够，不会再轮到我们了。

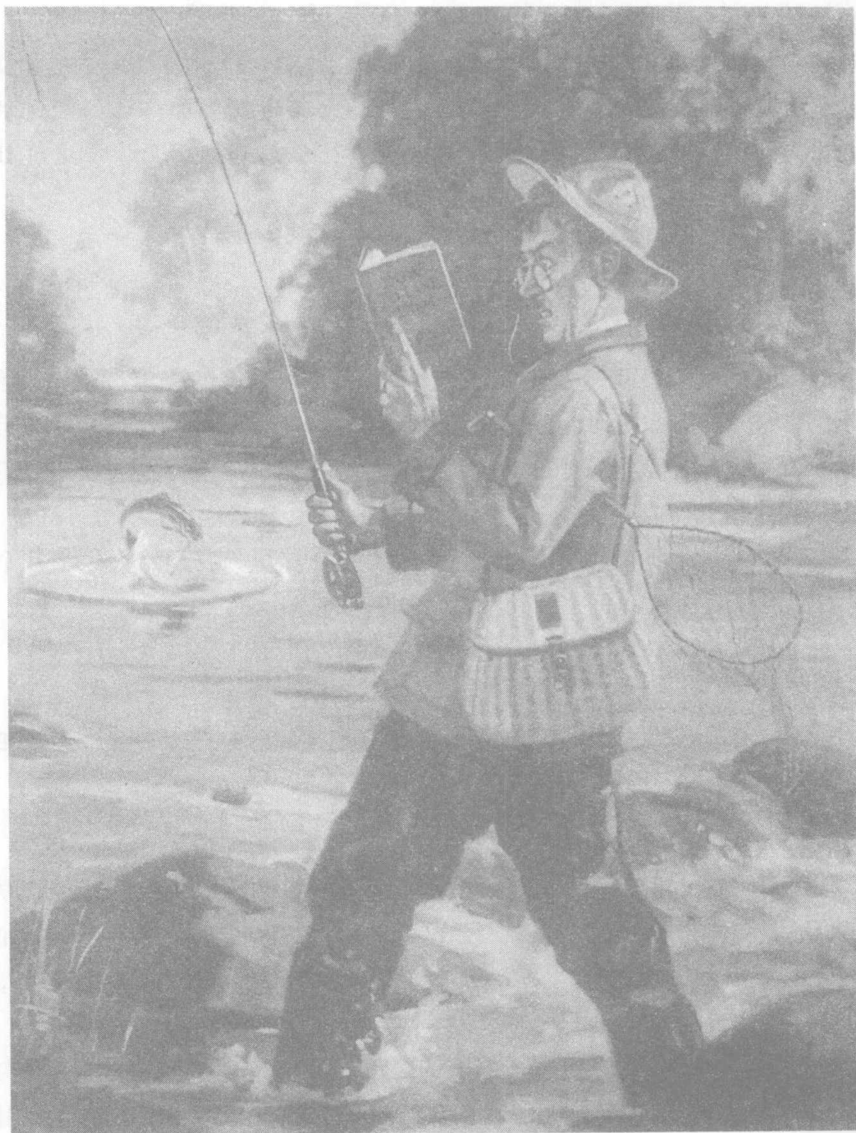
3. **去的时候要带上保养得很好的钓鱼工具、充足的诱饵、尖利的钓钩以及足够的耐心。**要把你最好的想法和时间用来从事投资交易，但是不要用保证金账户来实施。

4. **不要吵闹，这样会把鱼吓跑的。**信用从来不是自夸出来的，你为什么要滔滔不绝呢？

5. **不要在没有鱼的地方钓鱼。**要了解整个钓鱼区的结构和你想要钓到的鱼的习性。电子捕鱼探测器可以帮你找到鱼的位置，但是它们并不能让鱼来吃饵。如果没有人买入的话，你为什么要买入？买入一只正在下跌的股票可能会让你这个想低价买入的人陷入绝境。

6. **尽管做了充分的准备，有时候也钓不到鱼。**不要泄气，回去好好享受这一天，然后再选个时间回来钓鱼。即使是最好的交易者做出的投资决策也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《如何让鱼上岸》（海·欣特梅斯特，© 1937）

只有 60% 是正确的，就把那些成功的人当成幸运儿吧。

7. **有时候你会发现周围有一大群人工喂养的鱼。**这时候一定要保证你放进水里的鱼钩上有鱼饵。如果钓鱼工具有什么故障，要及时修好重新放入水里。当你持有的股票行情上涨的时候，坚持下去，不要急着抛出。

8. **当有大鱼吃饵的时候，在鱼变得疲惫之前一定要握紧渔竿，拉紧线。**把钓鱼时用来盛鱼的网袋放在看不见的地方，不要把到手的东西那么快抛出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. **如果一条大鱼挣脱鱼钩跑掉了，要赶紧行动，把它弄上岸来。**它可能还在原来那个地方，所在要放一套渔具在船上。如果市场行情的下跌让大部分人破产的话，那么当这些人想要东山再起之前，你就要做好准备。

10. **要知道什么时候应该回到岸上来，尤其是天边出现乌云的时候，就要靠岸了。**如果市场行情过热的话，估算一下，变现吧。

手握渔竿站在岸上领会到的市场经验

——邓肯·库克，投资者

逆流而上，固定好鱼线，身着家居休闲服，等着鲑鱼上钩（**准备和期望**）。

选合适的鱼饵和钓钩，知道鱼群和领头鱼的所在，把握抛线入水的时机，掌握抛线入水的方法，并要知道所有的鱼群出现的主要时间。（**鱼不是那么好糊弄的，市场同样也是。**）

在夕阳西下的余光里，平静、从容地把鱼拖到岸上来，而不要让它溜掉，在以后的某一天与你搏斗。（**市场给予具备长远眼光的人以回报。**）

钓北梭鱼

——邓肯·库克，投资者

北梭鱼很怪异，让人觉得有些不可思议。它们在逃跑的时候时速可达到每小时 30 海里，非常敏捷，而且能不断变换逃跑的方向，为了不被捕食还能急转弯。它们之所以有这样的反应，原因可能是内在的，也就是说这是这种鱼自身的功能，也可能是它们在躲避天敌的追捕中练出来的（**市场震撼。**）

但是随着海潮，它们又会回到同样的地方来，因此，我们不时地会捉到它们（市场周期）。

要想捉到它们需要练习，需要下工夫去研究，也要有一套有条理、有系统的行之有效的方法。当然，这是很有趣又很有挑战性的（**业绩**）。

瓶子里的信息

——戴文·麦劳里，10 岁（布雷特博士的女儿）

昨天晚上我听到爷爷和爸爸在讨论证券市场。我听到他们说，瓶子里有关于证券市场的信息，于是我就去了海滩想找到一些瓶子。

我没有找到很多。但是其中一个瓶子很有趣，里面有一张纸，我把上面的内容复制了下来。上面写着：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"为了捕到尽可能多的鱼，我们渔民总是跟踪鱼群，一小部分鱼（通常来说都是很弱、快要死的鱼）总是会游离鱼群。但是偶尔，强壮的领头鱼也会远离鱼群，聪明的渔民总是会跟着领头鱼，因为他们知道鱼群很快就会跟上来。"

我不知道这是什么意思，但是我想我应该告诉你。在这张纸的最下面有一句话，"离开鱼群已5天"，下面还有一些字母CSCO、QCOM、LU、ORCL、T（美国股票代码）。

我希望这张字条能帮助你。我也会和爸爸说说，再见。

（2000年5月9日）

"迷惑"之人

——彼得·丹尼斯，退休的航空工程师

我刚刚看完维克多的书《投资客养成教育》，这本书我很喜欢看，尤其是里面有关"迷惑"之人那一部分。下面就是我所见过的"迷惑"之人的故事。

在我8岁到10岁（也就是大约1942～1944年）的两年时间里，几乎每个晴朗的日子我都是和一位我所见过的最伟大的人在一起度过的。他大约有6英尺高，身材笔直，像根竹竿，据大家说他有一百多岁了。我叫他斯通大叔。夏季天气晴朗的日子里，他从弗吉尼亚的皮特西尔韦尼亚县的某个地方，穿过斯汤顿河上的桥来到坎贝尔县钓鱼。他每次都穿着一样的衣服，一身黑色的套装，外面是一件长外套，头戴一顶软呢帽，带着一根手杖和两根竹竿做的钓鱼竿。

当我第一次碰到他的时候，我完全被他迷住了，因为他钓到很多很多的鲇鱼，这不是一般单凭人力可以做到的。有些时候，这些鱼串起来只有3英尺长，而有些时候他钓到的鱼串起来足足有14英尺那么长。我曾看见过将一串鱼举过头顶，最下面的鱼还是拖到了地上。他的钓鱼工具和别人的一样，可是结果却非常出众。

当我问他用什么方法钓到这么多鱼时，他回答说他把鱼给"迷惑"了。

从那以后，我就迷上了钓鱼，因为我也想捕到一串鲇鱼，举起来的时候比我还要高。而且我也想知道"迷惑"的秘密。于是，天气好的时候我就和斯通大叔去钓鱼，直到三年之后的那个夏天，我才捉到我想要的大鱼。

在钓鱼的时候，斯通大叔向我讲述他那漫长而又精彩的一生，包括他作为奴隶的那段日子（我知道这很难让人相信，但这是真的）。但是无论我怎么恳求他告诉我迷惑鱼的秘密，他都不愿意告诉我。

捉到想要的大串鱼之后，我对钓鱼的兴趣渐渐淡了。最后一次在河边和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯通大叔一起钓鱼的时候，他告诉我他已经105岁了，正在计划再婚。他还让我看了他身体右侧长的一个瘤子，这个瘤子被他的长外套盖在下面。他告诉我这个瘤子对他没什么影响，因为瘤子被他"迷惑"了。

几年之后，我所见过的最有趣、最乐观的人去世了。但是我知道斯通大叔走的时候很开心，因为他一生的投资活动战胜了市场，而这一点连乔治·索罗斯都没有做到！几年之后，我路过一家有歌舞表演的酒店时停了下来，因为我喜欢那里的音乐。我永远不会忘记那天晚上我走过时听到的那首歌。歌中有一句词被反复吟唱着，歌词是"有人给不幸的人带来厄运"，我在心里对自己说，"没有人能够给一个真正不幸的人带来厄运。"

青鱼

——彼得·丹尼斯

证券交易商和渔民的思维方式有很多相似之处。下面是一个渔民的故事。圆括号里说的是相似情形下的证券交易商。

在吉姆·卡特当上总统之前，大群大群的青鱼在北卡罗来纳州的"外滩"漫游。

这些鱼群很大，有几英里长，有多宽就只能问问上帝了。

我曾经看到过一个鱼群，从罗丹特一直延伸到纳格斯里德，大概有20海里那么宽。

我讨厌它们，因为鱼群实在是太大了，所以我在捕鱼的时候，就不能捕到其他种类的鱼。每次撒网下去捞上来的都是3~5磅重的鱼！每个人捞上来的都是它们！

当鱼群开始游移、消息传出的时候，四面八方的渔民都会涌过来参加它们大鱼吃小鱼的摄食狂潮（证券市场行情看涨的时候，投资者纷纷进入）。两个"岛民"在岸边用刺网和一艘平底小渔船就可以挣好几千美元（以前的投资者看一下行情就能赚大钱）。青鱼"急袭"的时候，人们甚至连钓鱼竿都不需要。游客从沙滩上经过的时候就能捡到美丽的灰色鲑鱼，这些鱼还活着，不停地用尾巴拍打沙滩。它们都是在摄食狂潮中为了不被吃掉而搁浅在岸上的（股票的最新情报也能挣钱）。有一天，我捕到了一条很大的青鱼，以至于在很长一段时间里，我都以为我捕到的是一条大鲨鱼，因为鲨鱼那个时候经常出现在距海岸很近的地方（长线持有时好消息会让你暴富）。上帝才知道我有多么恨这些青鱼！

一天晚上，我从屋子里面向外看，还以为有人在我的屋子后面建了一座城。那是用拖网捕鱼的大船上的灯光映的，船就停在我后院的右方，我从两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个方向都能看到。第二天早上，我起床后听广播得知吉姆·卡特已经邀请了外国的商业渔船来捕鱼（格林斯潘解决股市存在的泡沫问题），他们捕捞的范围不是10海里或3海里以内，而是在我屋后的整个海域。船只离我的房子很近，我能看清船上的人。那些天里，外国渔船上的人乘小船出海，用围网捕鱼。日复一日，大船都在这里捕鱼。吉姆·卡特把这块地方出让了（格林斯潘提高利率）。

好了，消息传到国内外的利益相关者那里，外国人来了，美国其他州的商船也来了，他们把海里的鱼洗劫一空，只剩下小鱼和杂鱼。他们拿走了青鱼以及灰色和有斑点的鲑鱼。他们杀死了很多红色的石鼓鱼（这种情形威胁到商业的发展）和比目鱼（科技、通信以及网络股票都严重受挫）。

他们留下的是鳕鱼和一些石首鱼（道琼斯30指数）。当这一切结束、拖船走了之后，人们就向美国渔业协会和野生动物保护协会投诉。他们会说，"这是因为正常生态环境的变化，鱼类正在经历数量减少的周期变化……我们正在研究，解决的办法就是限制捕捞并缩小法定捕捞的范围（美联储降低基金利率）。"

几年以来，在渔场捕鱼就像在撒哈拉沙漠捕鱼一样（在市场行情低迷的时候，仍然有一部分投资者试图从买卖股票中获利）。最后，渔业有了稍许起色，但是如果你想吃鱼，还是会犯法，因为法定捕捞范围是正态分布曲线的末端（内部交易增加）。好了，我再也不捕鱼了，因为我不想再去侵扰那些大部分都处于法律保护下的鱼群。我只是在等待大鱼群的回归（交易者等待市场行情进一步走低或者进一步上涨），我已经等了二十多年了（1929年股市崩溃后的投资者）。

但是大部分渔民都在干什么呢？买一个大的捕鱼装备（一台或多台高级的计算机），安装一个无线电通信装置（订阅最新数据和新闻来源，买有关股市基础分析和技术分析的书）。把渔竿放在卡车的顶部和两旁就能同时用15种不同的渔竿钓鱼（市场行情或涨或落，用不同的方法进行投机），并且所有的东西都可以用信用卡支付（保证金账户）。

我仍然不断地买最新的捕鱼工具，但是我的运气很差，市场行情红火的时候我一次也没赶上。我买了股票之后一分钱也没赚过。而过去，我只看看CNBC的新闻就能挣到15% ~20%的利润。现在我把时间全都用在分析消化大量的信息上面。我已经等了二十多年，等待有一天水面上的风浪变了方向，又出现成群的海鸥在天空中盘旋、俯冲并在水中觅食，这就是告诉我青鱼又回来了。当这一切成真的时候，我将会知道其他又大又美味的鱼也回来了，而青鱼正在游向它们的盛宴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坦白地说，就证券市场而言，我不知道自己正在等待的是什么，但是有一件事是可以肯定的，渔民和投资者是如此相像，因为他们都很积极。

钓鱼和风险

——帕特里克·博伊尔，投资者

在这里我不是自诩为多么了不起的钓鱼高手，但是夏季的大部分周末我都会去科德角的岸边等着箭鱼、青鱼或者其他什么鱼来吃饵上钩。作为一个钓鱼新手，我很快认识到第一件重要的事情就是，钓鱼的时候要把线轴上的牵引固定好，这可能比选择诱饵和钓鱼的地点更重要，因为去预测鱼会在什么位置，在某一天鱼想吃什么都是毫无意义的。

卷轴上的牵引决定着钓鱼线的力度，太紧了，鱼挣扎得太厉害，线就会断；如果太松，又会拖不上鱼来。

这和生活有异曲同工之妙，正如一个投机客在进行一笔交易的时候要决定自己所能承受的风险水平。力求风险水平的平衡很重要，不要绷得太紧。这应该是我们生活的理论、原则或者说是我们的财富。同时，也不要过于散漫，因为这样会让生活失去控制。想要达到这样一种平衡，或者想猛拉一下钓鱼线看看是否合适的话，过去的经验和科学知识就显得很重要了。

你怎么能把格林斯潘描述得如此可怕

大部分人在和我们的谈话中，对于我们把格林斯潘说成一个导致2000~2001年股市大跌的保守派和坏人都表示强烈的反对。但是我们在书中提到的有关格林斯潘的事情还只是故事的一方面，我们还认为他是导致美国世贸大厦遭到恐怖袭击的觅母的一部分，尽管他是无意的。

我们很清楚地知道，格林斯潘被大部分行业当成解决了纳斯达克市场泡沫问题的英雄人物，只有少数人同意我们把他对市场的干预当成一次极其傲慢自大的、令人不能容忍的、旨在秘密影响市场运作的尝试的控诉。在我们看来，格林斯潘的所作所为更不能让人接受的一点在于，他完全清楚，如果事先将干预的目的向公众讲明白的话，那么一定会遭到强烈反对。

纳斯达克市场上股票价格的上升存在虚假和泡沫吗？固然会有一些问题存在。但是即便没有中央计划的干预，纳斯达克市场自身也有相当的能力来解决这些问题。曾经很抢眼、很热门的网络股都已经销声匿迹了。毫无疑问，投资者自身也会调整他们对通信和计算机股票行情的预期，就像在1999年把这些股票的价格推至最高位的投资热潮注定的结局一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储的干预给反市场、反科技的觅母提供了滋长的空间。在整个20世纪90年代一直不走运的人现在终于能扬眉吐气了。

结果就是导致数十年以来的第一次经济衰退以及将会影响整整一代人的市场低迷。通信设备生产商为网络公司提供资金融通，帮助它们购买自己的产品，导致自身倒闭，引起一系列的连锁反应和一种不良的社会氛围。

推荐什么书给读者

专家在面临类似"什么书是最好的"这样的问题时，总是很草率地给出一个答案。芭蕾舞大师鲁道夫·纽瑞耶夫（Rudolf Nureyev）在被问及谁是最好的舞蹈演员时，总是说弗雷德·阿斯泰尔（Fred Astaire）。保罗·莫菲（Paul Morphy）在被问及谁是最好的国际象棋棋手时，也总是这样敷衍了事。他从来不愿意与人比赛，因为这样会让人们有理由认为其他人会像他一半那么出名。维克多在壁球运动场上叱咤风云的时候，他总是说最出色的壁球手是巴纳比。此人是他在哈佛的教练，从1950年就不再打球了，并且说不能对自己在比赛中的表现说什么。

以前，当有人让维克多推荐有关投资方面的好书时，他总是推荐20世纪早期理查德·威科夫的《华尔街杂志》（*Magazine of Wall Street*），以及比这更早的，在19世纪70年代出版的《亨氏商人杂志》（*Hunt's Merchant's Magazine*）。这才是真正的书中瑰宝，而且既然在这些巨著之后没有什么有影响的著作推出，所以读一下这些书是很有用的，至少可以了解一下这个领域的根本所在。

但是现在情况改变了。我们现在可以毫无保留地向读者推荐《乐观者的胜利》一书，我们在第九章对此书做了详细介绍。这本巨著收录了16个国家在101年间证券市场的年回报率，包括美国和英国每只股票的回报率。该书还与短期国债、长期国债、通货膨胀以及货币汇率做了对比分析。收益率被分解为分红、权益风险溢价以及规模效应。

打败悲观主义

《天外魔花》由杰克·芬尼的小说改编而成，长期以来是我们最喜欢的恐怖电影之一。维克多看过1954年版的电影和后来重拍的新版。但是在2002年，市场低迷又促使我们重新看了一遍这本书。这本书写得太好了，除了《乐观者的胜利》，我们还要推荐这本书给那些想要在现行的市场环境下取得成功的读者。书中的故事描述了人们失去希望和消极地忍受现状的危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险。如果你随波逐流、停止思考的话，寄生人也会附在你的身上。

故事的主人公本纳尔是一个小镇上的医生。他的朋友和病人中间出现了明显具有传染性的病症。不断有人向他反映他们自己以及身边的亲朋好友和以前都不一样了。奇怪的是，这些人很快就回到他的办公室宣布不再接受治疗，说现在他们感觉很好。

唯一的问题就是本纳尔的朋友杰克·贝利克不相信他们的话。他在地下室发现了一个类似人体的躯体。他把这个躯体放在台球台上检查，把本纳尔也叫来一起观察。他们发现这个躯体是空白的，就像一张没有显影的照片。"一切都明白了，"杰克说，"它有嘴唇、有鼻子、有眼睛、有皮肤，也有骨架，但是没有线条、没有细节、没有个性……它就像一张空白的面孔。"

本纳尔唯一可以依靠的人就是曼尼·考夫曼博士，他总是像在大雾天气里为本纳尔指明方向的灯塔。他住在相邻的一个小镇上，是一位受人尊敬的精神病学家。当曼尼博士告诉本纳尔"人类的思维是怪异而又神奇的"，又说他和杰克看到的只不过是幻觉时，本纳尔差一点就要放弃了。唯一让他不解的是曼尼博士在发表自己看法的时候一向谨慎，而这次的表现和往常有很大不同，接着本纳尔就想到和他讲话的那个人可能根本就不是曼尼博士，而是一个寄生人。

事实证明本纳尔的判断是正确的。曼尼博士也成了"他们"其中的一个。

在新的世纪，我们很想知道是不是证券市场也遭遇了类似的侵略。仅仅几年之前，我们还处在投资者的包围之中，这些投资者都充满热情，急切地想要从美国经济的奇迹中痛痛快快地搏一把，而现在，同样是这些人，却都显得筋疲力尽，认为所谓的奇迹不过是一个骗局。他们看起来和以前是一样的，有一模一样的名字，但是实际上他们已经不一样了。在本纳尔的例子的鼓动下，我找了一位市场心理学家，布雷特·斯蒂恩博格。让我感到欣慰的是，在他谈论危机和机遇的时候，我从他的声音中听到了激动和兴奋。这让我感到他没有和曼尼一样，没有成为外星人寄生的对象。

"他们不仅盗取人的身体，"他说，"还盗取人的思想。所有能够获得成功投资的人都对外界有着浓厚的兴趣，有活跃的思维和勇于承担风险的精神。我们从研究中发现，那些对周围事物有着浓厚兴趣的人更能积极乐观地体验生活，也更能客观地测评风险。"

"我们现在所看到的并非如此，"他继续说，"精神病学家阿伦·贝克发现情绪低落的人的思维比较复杂消极，现在的投资者也是的，他们对自己、对他人以及对未来都不再乐观。"

"是什么东西攫取了人们的思想？"我问道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“是傲慢的觅母，”斯蒂恩博格博士回答说，“也是这同一个觅母告诉希腊人不要飞得太高，以免遭遇和伊卡洛斯一样的命运。真正影响投资者的不是熊市这么一个市场现状，市场行情总是不断变化的，而是他们觉得只有他们才会成为熊市受害者的想法。”

说着，博士拿出《商业周刊》的一份复印件并翻到一篇题为《被背叛的投资者》的文章。文章逐年列举了投资者的希望和信任是如何在公司董事会、经纪公司和会计师事务所留住客户的压力下破灭的。他指着文章题目下面的导语念道：“美国人买入股票是想赚钱，然而市场泡沫破灭了，接着安然倒闭了。”

“你看，”他说，“投资者再也不觉得他们能够赚钱了，他们就像傲慢的人受到了欺骗，也必须为自己的傲慢付出像伊卡洛斯一样的代价。现在全世界的投资者都是这么想的，投资者不敢再抱有希望，他们害怕会有更大的不幸落在他们头上。”

就是那个时候，我们意识到芬尼的这本书会给今天的投资者一个合适的答案。他们可能会感觉自己像是遭到背叛的本纳尔，或者是遭到背叛的情人。但是也存在一个重要的区别，尽管投资者希望的破灭预示着投资者与公司之间关系的恶化，这对市场却是一个有利的信号。在过去的6年中，市场在持续了40天的低迷之后第二天就会上涨，平均涨幅为1.5%。人们对市场的悲观态度正是以后乐观态度的基础。

在芬尼的书中，本纳尔和他的女朋友贝基所面临的形势看起来令人绝望，但是他们拒绝放弃。“就是在防范措施最好的监狱，犯人都能逃出来，我们没有权力让自己坐以待毙。即便是没有希望，即便已经无路可走，我们也要和外星寄生人斗争到底。

希望——和一些经受时间考验的原则

《天外魔花》以英雄主义的胜利作为结尾。本纳尔和贝基不愿意放弃，他们做了很多抵抗，终于让外星寄生人去了另外一个更友好的星球。“许多人都失败了，”书的结尾总结道，“但是我们中间那些没有被捕获的人做了坚持不懈的斗争。此时战争期间一篇演讲的内容浮现在我的脑海中：在田野里，在街道上，在山林中，我们都要与他们斗争，决不投降！”

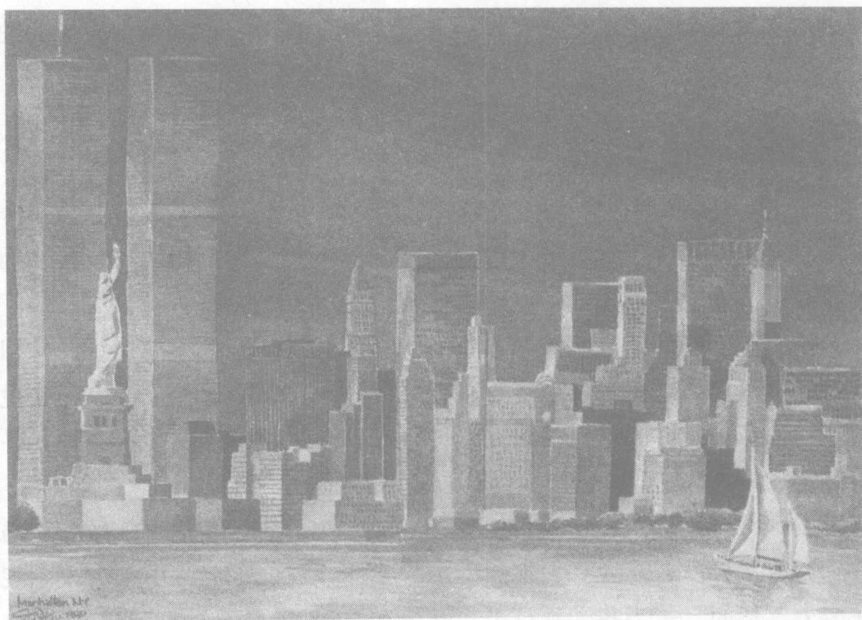
当熊市觅母像寄生人一样离开地球后，世界将会恢复正常，一如《天外魔花》最后的结局。那些预期证券市场将会跌至谷底而倾其所有投资于收益率为1%的货币市场的人将会在镇上的购物广场上游荡，情绪低落、沉默寡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言。在短时间内死亡率会高于平时，人们也会看到经理人戴着手铐被带走，办公楼内空空荡荡，公司也破产倒闭了。但是总而言之，一切都会像杰克·芬尼在书中所说的那样：

空房子很快又有人住了，这又是一个热闹的城镇了，到处都是新面孔，他们中的大部分人都很年轻而且有孩子。5 年之后，也可能是两三年之后，这里从表面上看起来会和其他的小镇没有什么不同。这里曾经发生的一切将会渐渐被遗忘，直至人们都不相信这一切曾经发生过。

最近购买股票作为长期投资的那些人的钱包虽然现在是空的，但还是会慢慢地鼓起来的。美国经济充满活力，完全可以恢复。灾难过后，依然健在的企业会更强大，更有发展前途，购买这些企业的股票的收益会更高。新的公司和业务部门也会组成并从伟大的科学发现中获益。那些稳扎稳打的投资者有望用投资赚来的钱支付他们的教育和家庭开支费用，也能让他们像他们的父母在 20 世纪那样过上美好的退休生活。5 年之后，也可能是两三年之后，纳斯达克指数低于 1 000、道琼斯工业指数低于 7 500 的情形将会成为人们的回忆。那些对投资活动和企业持怀疑态度的人终将会被湮没。



纽约曼哈顿（迈克尔·莱，1990）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后记

某些交易者不会将偶尔的交易失败归咎于自身。然而，我的妻子苏珊在对我公司内的交易员进行了为期几年的观察后发现，大多数交易员的自信心是随最近一次交易的成功与否而变化的。我当然也不例外。自1997年以来，我一直在努力，想在事业上重整旗鼓，并且有了不少起色。但是，有时候我踟蹰不前，接着我就会想自己是世界上最无能的人。在这方面，我像我的父亲阿瑟。父亲擅长手球和网球，可是无论什么时候我请求他打一场比赛，他都会说："我可不愿意在比赛中大喊大叫，而且我是世界上最糟糕的球手，另外，我也经不起失败的打击。"

父亲16岁时，是布鲁克林大学校橄榄球队的成员。球队如果在和全美最好的球队比赛获胜的话，就能得到丰厚的奖金。据我所知，父亲所在的球队没有赢过一场比赛，而他却在历次比赛中先后12次受伤，最后鼻骨断了，两个肩膀也脱臼了。结果，父亲再也不能参加任何其他类型的比赛，像网球和手球，这些比赛都要求参赛者具有较好的灵活性。因此，父亲说他是世界上最糟糕的球员也并非毫无理由，尽管在他进入大学足球队之前，他几乎是所有球类比赛的高手。

我也经常有父亲这样的感觉。尽管我在1997年惨遭失败，我在交易时的理念和方法却没有改变。无论股市走势如何，我似乎总是出现失误。我一直在努力，然而，每当我受到打击，就像在1998年夏天一直到2002年夏天那样，我就会退缩，把自己想得一无是处，并且会像我父亲阿瑟那样，有"我是世界上最糟糕的"这样的想法。

我的叔叔豪伊时刻关注着我，防止我成为一个失败主义者，因为他总是把我当成一个成功者。2003年初的几周内，他看到有关我遭遇失败的报道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，对我说了下面这番话：

一直以来，你对自己的能力都非常有信心，并且能够客观地看待自己。但是现在，你的自我怀疑态度过于消极了。我们都很爱戴你的父亲，尽管如此，我们和他还是不一样的。他对自己的评价低是谦逊的表现，而不是真觉得自己低人一等。你的父亲清楚地知道自己的优势何在，并且这些优势都是很强大的。我知道我的长处是什么，你也知道你的。虽然在很多方面我们不如你的父亲，但在别的方面，我们却能够超越他。贬低自我的做法对你我都不合适，从现实出发评价自己才能体现我们的风格和特色。

我相信，以你的能力，你能够克服生活中遭遇的一切困难和障碍。这不能靠碰运气，而是要很好地分析现有形势并做充分的咨询。你目前明智的做法是先暂时隐退，让敌人自己消亡，这样你会像麦克阿瑟将军那样，总有一天，你将会回来，并以一贯的姿态重新出现。保持乐观自信的心态，你一定可以做到。

我爱你
豪伊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

这本书写于投机战场的火线。书中大部分观点不仅仅来自我们对市场本身客观的判断，还来自于我们在 CNBC《金钱》专栏、worldlyinvestor. com 和 thestreet. com 的专栏读者。

帮助我们完成每日评论任务的人太多了。书中几乎所有内容都受益于 CNBC《金钱》专栏的编辑让·马克曼敏锐的洞察力。我们在威利出版有限公司的编辑帕梅拉·范·吉森给了这本书很多灵感与指导。

通过在“投机者名录”的讨论，我们拓宽了思路。“投机者名录”由一群出众的人组成，他们本来是对我们专栏进行回应的读者，后来接受我们的邀请加入了富兰克林“讲读社”性质的电子论坛。

我们对詹姆斯·戈德坎普曼深表感谢，他将这些名单汇总在一起交给了我们。从最开始不到 10 个人发展到现在，“投机者名录”已经汇集了不同领域的一百五十多位专家，他们因对市场、统计分析和互惠讨论的共同兴趣走到了一起。全书都可以看到布雷特·斯蒂恩博格博士的贡献，他从我们最初的读者成了我们亲密的朋友……还有很多其他人也同样丰富了我们的思想和生活。我们要感谢的人太多，因而无法全部提到。

维克多办公室的交易员在完成日常工作后，为我们提供了研究和分析。张世和戴维·西奥卡做了很多研究，并做了图表。帕特里克·博伊尔对有关物理学和本杰明·格雷厄姆的章节进行了核对。罗伯·温卡普无比耐心地将书籍、信件和文章进行了整理。吉坦苏·布奇在进行交易操作的同时对大量项目进行了跟踪调查。

比尔·伊根、约翰·兰伯格、凯伦·拉尔森和亚当·罗宾逊对这本书的草稿进行了审阅，并提供了很多有用的建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里普·麦肯兹为一些章节提供了材料。

thestreet. com 的詹姆斯·克拉默和 worldlyinvestor. com 的杰里米·品克给了我们很大的鼓励。

我们对芝加哥大学的史蒂夫·斯蒂格勒和吉姆·罗利深表感谢，他们是维克多多年的导师和朋友。同时也感谢维克多 30 年的合作伙伴丹·格罗斯曼，他是那样有洞察力，并与维克多有着稳固的友情。

劳雷尔感谢她的音乐教师奥比·泽库、布鲁斯·萨瑟兰和罗伯特·温特，感谢他们教给她学习音乐的方法，这些方法在生活中的其他方面也十分有用。

我们对与我们同甘共苦的家人表示衷心的感谢。

维克多·尼德霍夫

劳雷尔·肯纳